



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

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN**  
**ECONOMIA E DIRITTO**

**TESI DI LAUREA**

**"TEMI E APPLICAZIONI DI FINANZA SOSTENIBILE NEL SETTORE**  
**BANCARIO"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. Alberto LANZAVECCHIA**

**LAUREANDO/A: Roberto VALEA**

**MATRICOLA N. 1189719**

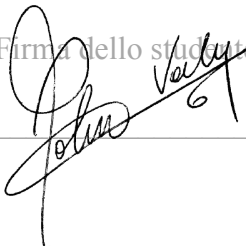
**ANNO ACCADEMICO 2020 – 2021**

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

*The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.*

Firma dello studente



A handwritten signature in black ink, written over a horizontal line. The signature is stylized and appears to be 'Valley'.

# “Temi e Applicazioni di Finanza Sostenibile nel Settore Bancario”

## Indice

0. Introduzione	3
1. La Finanza Sostenibile.	6
1.1 La Finanza Sostenibile in EU	
1.2 Definizioni e Concetti Utili.	
1.3 Temi di Sostenibilità Bancaria: Attori e Prodotti.	
1.3.1 Gli Attori: definizioni di “Banca etica”	
- ONU: UNEP/Fi – Principles for Responsible Banking	
- 111-BIS TUB	
1.3.2 I Prodotti: lato Imprese e lato Banche	
- La relazione tra rischio ambientale e rischio di credito	
- Lato Imprese: I green bonds	
- Lato Banche: I green loans	
2. Applicazioni di Finanza Sostenibile: Progetto in Banca della Marca.	43
2.1 Executive Summary	
2.2 La banca: Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop.	
2.3 Il prodotto: Logiche ed Operatività	
2.3.1 Caratteristiche del Prodotto	
2.3.2 Criteri di Calcolo dello sconto	
2.3.3 Rischi e Criticità	
2.4 Documentazione e Modello di Calcolo	
2.4.1 Questionario	
2.4.2 Modello di Calcolo	
2.4.3 Le Funzioni del Modello	
2.4.4 Foglio di Inserimento Dati	
3. La <i>payout policy</i> è tema di etica bancaria?	76
4. Conclusioni	90

# Introduzione

La crescita della finanza sostenibile è, da cinque anni a questa parte, sotto gli occhi di tutti. Dal Trattato di Parigi stipulato nel 2015, diversi attori del mondo della finanza pubblica e privata hanno compiuto sforzi significativi per immaginare ed implementare nuovi metodi volti ad incanalare capitali sempre maggiori verso progetti sostenibili.

Ma cosa si intende per “sostenibile”?

Tutti gli attori dell’economia sembrano voler essere sostenibili, per vari motivi: dalle aziende produttrici, che sgomitano per non diventare *laggards* in settori in cui la domanda per prodotti *green* si sta evolvendo a un ritmo da loro molto spesso non sostenibile<sup>1</sup>, ai consumatori finali, vuoi per sane e genuine intenzioni, vuoi per semplicemente giustificare l’utilità del proprio acquisto. L’obiettivo non è, comunque, l’abolizione dei prodotti di consumo non essenziali per salvare il nostro pianeta, ovviamente. In fondo, il consumo (o, meglio, il consumismo) è parte del modo di vivere del mondo occidentale da diversi decenni ormai, mentre è solo nella fase iniziale nel sempre più numeroso ceto medio delle economie emergenti (BRICS, ma non solo). Economie emergenti con una sempre più forte domanda interna, a cui si sta associando una offerta interna sempre più competitiva. L’esigenza di allineare gli obiettivi ambientali *orizzontalmente* tra tutti i Paesi della Terra, dunque, diventa una necessità impellente.

Il Trattato di Parigi ha senza dubbio “spianato la strada” per una condivisione piena di questi obiettivi. La quasi totalità dei Paesi del mondo hanno riconosciuto la necessità di un’azione comune per la mitigazione e l’adattamento al cambiamento climatico<sup>2</sup>. A poco più di cinque anni, però, il Trattato si è scoperto non privo di limiti: la sostanziale flessibilità concessa ai Paesi Firmatari nella formulazione dei piani di Contribuzione (“*Nationally determined*

---

<sup>1</sup> Il gruppo Kering, colosso della moda, a gennaio 2021 è stato nominato tra i dieci marchi più sostenibili del mondo e primo nel settore della moda nella classifica “Corporate Knights – Global 100”. L’impegno del gruppo nell’informazione e rendicontazione delle proprie performance ambientali, però, si scontra con la forte crescita dei vari brand facenti parte del gruppo (fonte: KENT, “Fashion’s Greenwashing Problem Begins with Bad Data”, Business of Fashion, Settembre 2020). La ragione sottostante è lapalissiana: produrre un capo in più non è mai più *sostenibile* di non produrne affatto.

<sup>2</sup> La mitigazione dell’aumento della temperatura media globale al di sotto di 2 °C e il miglioramento nelle capacità di adattamento dei Paesi al cambiamento climatico già in atto, costituiscono i primi due obiettivi enunciati nel Trattato di Parigi all’art. 2.

*contributions*”)<sup>3</sup>, ha permesso ad alcuni Paesi di risultare comunque sottoscrittori Trattato, nonostante gli impegni presentati non fossero certamente ambiziosi<sup>4</sup>. Il testo, infatti, prevede solamente che “le Parti ambiscono a raggiungere prima possibile il picco nelle emissioni di gas serra globali”<sup>5</sup>

L’Unione Europea, invece, spinta dall’ambizione di essere guida per la transizione energetica ed ambientale, sembra essere sulla strada giusta nel raggiungere gli obiettivi di mitigazione fissati dall’Accordo di Parigi. Negli ultimi anni, poi, un grande impegno è stato profuso nell’innovazione normativa. L’impegno, come si vedrà, ha portato a buoni risultati, che, però, aspettano di trovare concreta applicazione. Tra le novità, diversi interventi sono rivolti, come vedremo, ad una più netta individuazione delle attività positivamente impattanti e all’incanalamento di capitali privati verso interventi in tali attività.

Il tema della finanza sostenibile non costituisce certo una novità nella letteratura recente. Già con l’istituzione dell’United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC) nel marzo 1994, e la sua vera e propria attuazione con il Protocollo di Kyoto tre anni più tardi, il tema della finanza pubblica e privata era considerata tra i temi principali da affrontare<sup>6</sup>.

Ad ogni modo, i tre capitoli che seguiranno presentano comunque diversi profili innovativi, soprattutto nella parte relativa alle “Applicazioni” di finanza sostenibile (Capitolo 2). Dopo un primo capitolo in cui vengono presentate e commentate le novità dal punto di vista normativo e concettuale sulla finanza sostenibile con una focalizzazione sul settore bancario, infatti, la trattazione riguarderà un progetto di finanza sostenibile svolto dallo scrivente, mediante

---

<sup>3</sup> Per approfondimenti sulla natura legale del Trattato, MALJEAN-DUBOIS, SPENCER, WEMAERE, “The Legal Form of the Paris Climate Agreement: a Comprehensive Assessment of Options”, *Carbon & Climate Law Review*, Vol. 9, No.1.

<sup>4</sup> Per una rassegna dei NDCs dei Paesi Firmatari aggiornata a gennaio 2021, REMLING - CAUSEVIC, “Climate-Related Security Risks in the 2020 updated Nationally Determined Contributions”, *SIPRI Insights on Peace and Security*, No.2021/1.

Per argomentazioni critiche sul Trattato: CAPARROS, “The Paris Agreement as a step backward to gain momentum: Lessons from and for theory”, *Revue d’économie politique*, Vol. 126, No. 3 (maggio–giugno 2016), pp. 347-356 e BROWNE – GOLDTOOTH, “Paris Agreement is “Dangerous Distraction”, *Race, Poverty & the Environment*, Vol.21, No.1, *Power in Place* (2016), pp.92-95.

<sup>5</sup> Trad. da Art. 4, COP21 – “Paris Agreement”, *United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC)*, siglato il 22 aprile 2015.

<sup>6</sup> In realtà, nel Protocollo di Kyoto, come anche nel Trattato di Parigi, la finanza viene principalmente intesa come mezzo per i Paesi sviluppati per permettere la transizione energetica ed ambientale nei Paesi non sviluppati o in via di sviluppo.

l'Università degli Studi di Padova, presso Banca della Marca Cred. Coop. Il progetto, si avrà modo di approfondire, è consistito nella creazione di un nuovo finanziamento rivolto alle imprese del Nord-Est Italia che abbiano intenzione di investire in interventi *green* per la propria azienda. L'innovazione di questo prodotto risiede nella semplicità con cui il calcolo dell'impatto ambientale può essere adattato a qualsiasi tipologia di impresa, di grandi o di piccole dimensioni e qualunque attività esse svolgano.

Ringrazio il prof. Alberto Lanzavecchia per avermi guidato in questa lunga e fruttuosa esperienza, e il dott. Nicola Bernardi, direttore marketing di Banca della Marca Soc. Coop., per il lavoro proficuo svolto insieme nei mesi di collaborazione presso la Banca.

## 0. Intro

### 1. La Finanza Sostenibile.

#### 1.1 La Finanza Sostenibile in EU

#### 1.2 Definizioni e Concetti Utili.

#### 1.3 Temi di Sostenibilità Bancaria: Attori e Prodotti.

##### 1.3.1 Gli Attori: definizioni di “Banca etica”

- ONU: UNEP/Fi – Principles for Responsible Banking
- 111-BIS TUB

##### 1.3.2 I Prodotti: lato Imprese e lato Banche

- La relazione tra rischio ambientale e rischio di credito
- Lato Imprese: I green bonds
- Lato Banche: I green loans

### 2. Applicazioni di Finanza Sostenibile: Progetto in Banca della Marca

### 3. Excursus: il tema del payout è tema di etica bancaria?

### 4. Conclusioni

Il raggiungimento degli obiettivi fissati dal Trattato di Parigi (in seguito anche “Trattato”) presuppone una forte cooperazione e un impegno convinto tra tutti i Paesi firmatari. Il Trattato, viste la quantità e la diversità dei cd. *Parties* firmatari<sup>7</sup>, ha concesso una sostanziale libertà nel *come* implementare il Trattato. Il *cosa* si dovrà ottenere tramite una risposta globale “nel contesto dello sviluppo sostenibile e negli sforzi di sradicamento della povertà”<sup>8</sup>, è invece ben definito nell’art. 2 del Trattato in tre punti. I primi due, strettamente connessi alla riduzione dei gas serra ed alla mitigazione e all’adattamento delle attività umane al cambiamento climatico,

---

<sup>7</sup> Il Trattato di Parigi è entrato ufficialmente in vigore il 4 Novembre 2016, ovvero trenta giorni dopo il superamento della doppia soglia (*double threshold*): perché il Trattato potesse divenire effettivo, occorreva, infatti, la sua ratifica, accettazione, approvazione e adesione da parte del 55% dei Paesi firmatari e dei Paesi rappresentanti il 55% delle emissioni globali di gas serra. Ad oggi (novembre 2020), 188 Paesi su 194 firmatari hanno completato la procedura di ratifica. Gli Stati Uniti d’America il 4 Novembre 2019 hanno comunicato la propria decisione di ritirarsi dal Trattato, con effetto dal 4 Novembre 2020. Il giorno precedente a questa data, il 3 novembre 2020, si sono tenute le Elezioni Presidenziali negli USA, vinte dal candidato democratico Joseph “Joe” Biden, che ha sin da subito comunicato la sua volontà di rientrare negli Accordi.

<sup>8</sup> Traduzione personale dalla lingua inglese di parte dell’art. 2 del Trattato di Parigi, redatto il 12 dicembre 2015 nell’ambito della COP 21 delle Nazioni Unite.

sono stati già sintetizzati nel capitolo introduttivo. Il terzo punto, a cui non è stato dato pari risalto mediatico rispetto ai primi due, rappresenta il punto di partenza di questa dissertazione. In sole 15 parole, all'apparenza generiche nonché lontane dalla praticità del mondo finanziario, il Trattato ha racchiuso l'intenzione di cambiare in maniera sostanziale il *modus operandi* della finanza globale pubblica e privata. Si riprendono le parole (tradotte dalla lingua inglese) del testo del Trattato:<sup>9</sup>

“Questo Accordo [...] aspira a rafforzare la risposta globale alla minaccia del cambiamento climatico, [...]:

(c) Rendendo i flussi finanziari coerenti con un percorso volto a una riduzione delle emissioni di gas serra e a uno sviluppo resiliente ai cambiamenti climatici.”<sup>10</sup>

Dal momento della stipulazione dell'Accordo, diverse sono state le proposte portate avanti da singoli Paesi per implementare i cambiamenti nei rispettivi sistemi finanziari. È, però, evidente che pensare di riformare radicalmente la finanza seguendo una logica nazionale, sia quantomeno anacronistico.

Come si vedrà nei prossimi paragrafi, anche il sistema finanziario dell'Unione Europea sarà oggetto di profonde modifiche. E le riforme in questo senso, e più in generale tutte le riforme per il raggiungimento degli obiettivi del Trattato di Parigi, hanno un significato particolare per l'Unione: quello di voler essere a tutti i costi i pionieri del cambiamento. Obiettivo, quest'ultimo, non troppo nascosto, dato che è lo stesso Parlamento Europeo a sottolineare la volontà di iniziare una storia di “Successo europeo”<sup>11</sup> nel testo del commento alla proposta della Commissione Europea sull'European Green Deal.

Se, però, a far da esempio è la terza economia mondiale (terza anche per emissioni di gas serra, pari a 4.393 Mt nel 2018<sup>12</sup>), l'esempio acquista un significato ancora maggiore. E date alcune

---

<sup>9</sup> Sulla sezione del Testo dell'Accordo riguardante gli impegni finanziari dei paesi sviluppati nei confronti di quelli in via di sviluppo (Artt. 9, 10, 11 – Finance, Technology and Capacity Building Support), non ci si soffermerà. Sebbene il tema sia di fondamentale importanza, in quanto tenta di porre tutti i Paesi nelle condizioni di perseguire effettivamente gli obiettivi prefissati, l'aiuto economico tra Paesi rimane una fonte finanziaria limitata rispetto a quanto si potrebbe ottenere attraverso le istituzioni finanziarie “private”.

<sup>10</sup> Si veda la nota 2.

<sup>11</sup> Testo originale: “calls for the necessary transition to a climate-neutral society by 2050 at the latest and for this to be made into a European success story;”, European Parliament resolution of 15 January 2020 on the European Green Deal (2019/2956(RSP));

<sup>12</sup> Dati dell'European Environment Agency. Il dato riportato (del 2018), riporta l'Unione saldamente sul binario giusto per il raggiungimento degli obiettivi di emissioni di gas serra. Con 4.393 Mt, la riduzione di emissioni dei



sue peculiarità, l'Unione potrebbe essere il soggetto più adatto a portare avanti questo cambiamento che, per sua natura, necessita di una visione di lungo termine. La minore dipendenza da logiche elettorali deviate rispetto a quanto avviene nei singoli Paesi Membri<sup>13</sup>, il fatto di essere ancora un progetto in piena fase espansiva, tutt'altro che completo, con un mix di economie mature ed economie in crescita al suo interno, fa dell'Unione un potenziale terreno fertile per strategie in ottica di lungo termine.

## 1.1 La Finanza Sostenibile nell'Unione Europea

Dal punto di vista finanziario, l'Unione Europea ha in corso tre enormi sfide:

- L'implementazione dei cambiamenti richiesti dal Trattato di Parigi;
- L'unificazione del mercato dei capitali;
- La ricostruzione di interi settori economici profondamente colpiti dallo scoppio della pandemia di Covid-19, anche con riguardo alla minor efficacia di molti degli strumenti di politica monetaria della Banca Centrale Europea, dovuta a tassi d'interesse già molto bassi nel periodo antecedente alla pandemia.

L'intenzione degli organi direttivi dell'Unione, che è emersa negli ultimi mesi, è quella di interpretare queste tre fondamentali riforme in modo strettamente correlato. Lo suggerisce il costante riferimento all'unione del mercato dei capitali da parte della Commissione Europea nel Piano d'Azione per Finanziare lo Sviluppo Sostenibile. Lo suggeriscono le stesse personalità del panorama politico europeo, le quali hanno, negli ultimi mesi, fortemente sostenuto che la ricostruzione dell'economia reale nel post-pandemia debba avvenire secondo principi di sviluppo sostenibile<sup>14</sup>.

---

gas serra oggetto di misura, dal 1990 ad oggi è pari al -23,3%, ben al di sopra degli obiettivi fissati dal Trattato, pari al -20% (si attendono dati aggiornati nei primi mesi del 2021, per la consueta rendicontazione biennale sulle emissioni prevista dal Trattato).

<sup>13</sup> I Membri del Parlamento Europeo, come in qualsiasi paese democratico, vengono eletti periodicamente dai cittadini adulti, tramite tornate elettorali il cui risultato rispecchia generalmente la “somma” delle situazioni politiche dei singoli Paesi Membri in quel dato momento. La differenza con i rispettivi organi nazionali risiede nel rapporto che esiste tra l'organo legislativo (il Parlamento) e l'esecutivo (rappresentato nell'Unione dalla Commissione Europea). Molto spesso, infatti, nei singoli Stati Membri il lavoro dei rispettivi governi risente di logiche politiche ed elettorali che precludono al Paese di perseguire obiettivi di lungo periodo.

<sup>14</sup> Ci si soffermerà sul concetto di “sostenibilità” tra poco.

Per la pianificazione delle azioni e delle politiche da adottare nei prossimi dieci anni, in funzione del principale (e, ormai, famigerato) obiettivo di mantenere il riscaldamento globale al di sotto di 1,5°, la Commissione Europea (in seguito anche “la Commissione”) è al lavoro su diversi fronti<sup>15</sup>. E la riforma del sistema finanziario è certamente un aspetto fondamentale, in quanto trasversale a tutte le singole iniziative portate avanti nei diversi settori dell’economia e del tessuto sociale.

L’ambizioso progetto di riforma del sistema finanziario ha inizio il 14 settembre 2016, quando la Commissione, nell’ambito del progetto di unificazione del mercato dei capitali, annuncia la creazione di un team di esperti<sup>16</sup> provenienti dalla società civile, dal settore accademico e finanziario, oltre che osservatori di istituti Europei e internazionali<sup>17</sup>. Il mandato dell’High-Level Expert Group on Sustainable Finance (o HLEG) conferito dalla Commissione è quello di avanzare proposte di riforma del settore finanziario nell’ambito dell’unione del mercato dei capitali, volte a:

- Incanalare i **flussi di capitale** pubblico e privato verso investimenti sostenibili;
- Identificare il percorso che le istituzioni finanziarie e i supervisori dovrebbero intraprendere per proteggere la stabilità del sistema finanziario dai **rischi relativi all’ambiente**;
- Adottare queste politiche su **scala pan-Europea**.

Dalla sua effettiva costituzione nel dicembre 2016, in cui vennero selezionati i 20 esperti tra i 103 applicanti provenienti dai più svariati ambienti e settori, l’HLEG ha lavorato sulle proposte ed ha consegnato il *final report* del lavoro nel 31 gennaio 2018. L’8 marzo 2018 la Commissione, basandosi sulle proposte contenute nel documento finale, ha elaborato il Piano

---

<sup>15</sup> Si pensi, ad esempio, alla proposta del 4 Marzo 2020 di creare una vera e propria legge sul clima (European Climate Law), in modo da conferire forza di legge agli obiettivi di neutralità climatica entro il 2050. Ed è proprio la mancanza di vincoli con forza di legge che viene contestata al Trattato di Parigi, per cui diversi Paesi risultano firmatari dell’Accordo anche con piani di investimento tutt’altro che ambiziosi.

<sup>16</sup> Quello del gruppo di esperti di alto livello (HLEG) è un istituto a cui la Commissione fa generalmente ricorso in caso di riforme particolarmente delicate e rilevanti. Sul sito internet della Commissione Europea (ec.europa.eu) è possibile conoscere gli esponenti dei singoli HLEG, la provenienza e il loro background.

<sup>17</sup> La creazione dell’HLEG è stata annunciata nel terzo punto “Next step: developing further priorities” nella “Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Capital Markets Union - accelerating reform” - COM/2016/0601 final

d’Azione per Finanziare la Crescita Sostenibile (Action Plan for Financing Sustainable Growth), strutturato in dieci punti, che incidono sulle tre macroaree appena viste. Inoltre, a giugno del 2018 la Commissione ha nominato un Gruppo composto da 40 esperti anch’essi *multi-stakeholder*, con il compito di fornire indicazioni operative su quattro aree già incluse nel Piano d’Azione. Il mandato del Technical Expert Group (o “TEG”) è stato esteso fino al 30 settembre 2020, dopo aver pubblicato le versioni finali dei quattro task loro assegnati e relativi a: Tassonomia, Green Bond, Benchmark per il clima e obblighi di trasparenza.

Nel presente capitolo si farà costante riferimento al testo del Piano d’Azione, al documento dell’HLEG che lo precede, e alle indicazioni del Technical Expert Group. Inoltre, verranno approfonditi solo quei punti del Piano d’Azione considerati più rilevanti ai fini della trattazione e maggiormente attinenti al settore bancario.

- |  |
|--|
| <p>A. Riorientare i <b>flussi di capitale</b> verso un’economia più sostenibile.</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Stabilire una chiara e dettagliata <b>tassonomia</b> per le attività sostenibili.</li><li>2. Creare degli <b>standard</b> EU per i <b>Green Bond</b> e altri prodotti finanziari green.</li><li>3. <b>Attrarre investimenti</b> in progetti sostenibili.</li><li>4. Incorporare la sostenibilità nella <b>consulenza finanziaria</b>.</li><li>5. Sviluppare dei <b>benchmark</b> di sostenibilità.</li></ol> <p>B. La sostenibilità nel <b>risk management</b>.</p> <ol style="list-style-type: none"><li>6. Integrare meglio la sostenibilità nella definizione del <b>rischio di credito</b>.</li><li>7. Chiarire gli <b>obblighi</b> di sostenibilità degli investitori istituzionali.</li><li>8. Introdurre un fattore green negli <b>obblighi di prudenza</b> per istituti bancari e assicurativi.</li></ol> <p>C. Promuovere <b>trasparenza</b> e visione a <b>lungo termine</b>.</p> <ol style="list-style-type: none"><li>9. Rafforzare la divulgazione di <b>performance non finanziarie</b>.</li><li>10. Incentivare <b>modelli di governance</b> sostenibili e attenuare l’impatto della <b>visione a breve termine</b> nei mercati dei capitali.</li></ol> |
|--|

Figura 1: Strategia d’implementazione del Piano d’Azione per finanziare una crescita sostenibile (fonte: sito della Commissione Europea [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu));

Si guarderà, dunque, ai possibili sviluppi futuri del *fare banca*, con riguardo sia ai soggetti (par. 1.3.1) sia ai prodotti offerti (par. 1.3.2), alla luce non solo degli ultimi lavori della Commissione Europea, ma anche delle recenti introduzioni normative in tema di etica bancaria nel nostro ordinamento.

Nel prossimo paragrafo, però, si partirà da un punto precedente ai temi di etica bancaria. In particolare, verranno definiti alcuni concetti che ritorneranno sovente nel corso della trattazione e si approfondiranno le indicazioni sulla tassonomia definite dal Regolamento 2020/852 pubblicato a giugno 2020 nel Gazzettino Ufficiale dell’Unione Europea.

## 1.2 Definizioni e Concetti Utili

Uno dei fattori che hanno frenato l'ingresso dei prodotti finanziari "green" nel mondo della finanza *mainstream*, e, soprattutto, nelle scelte degli investitori retail e dei consumatori, è sicuramente l'assenza di una definizione chiara e universalmente riconosciuta del concetto di "sostenibilità". Il costante riferimento alla sostenibilità nelle strategie di marketing di imprese operanti in pressoché ogni settore ha portato a una perdita di valore del concetto stesso, usato molto spesso in maniera erronea e fuorviante, rendendo a volte il consumatore e l'investitore retail non più curiosi ma, al contrario, diffidenti verso questi prodotti (finanziari e non).

Si pensi, ad esempio, al settore della moda, e in particolare, quello dell'abbigliamento. In un'inchiesta condotta dal Financial Times<sup>18</sup>, viene sottolineato quanto tale pratica sia particolarmente diffusa in un settore, come quello della moda, che sta vivendo una fase di crescita sostenuta, in cui le politiche aziendali di produzione sostenibile lasciano il passo al timore di restare indietro nelle scelte dei consumatori. Di conseguenza, sempre più frequenti sono i casi di aziende che investono pesantemente in campagne promozionali, cercando di far percepire il proprio brand come sostenibile, nascondendo, magari, le condotte poco sostenibili di imprese operanti lungo la filiera che porta al prodotto finito.

Il fenomeno fin qui descritto ha un nome, "greenwashing" (lett. "verniciatura verde"<sup>19</sup>), che ha iniziato ad essere presente anche in documenti ufficiali emessi dagli organi legislativi europei. Nel Regolamento 2020/852, concernente la creazione di un framework per facilitare l'investimento sostenibile, si condanna espressamente il fenomeno del greenwashing, sostenendo che una tassonomia delle attività produttive che si possano considerare sostenibili possa costituire un'arma efficace contro questo fenomeno. Nel documento viene, inoltre, proposta una definizione del concetto nell'ambito finanziario. Secondo il Parlamento Europeo e il Consiglio, il "greenwashing" consiste nell'"ottenimento di un vantaggio competitivo

---

<sup>18</sup> Lauren Indvik, "Sustainable Fashion? There's no such thing", Financial Times, 13/11/2020. Nell'inchiesta, si fa riferimento ad uno studio pubblicato dal Global Fashion Agenda e il Boston Consulting Group, secondo cui il progresso dell'industria dell'abbigliamento (apparel e footwear) su temi come la riduzione della CO<sub>2</sub> o sulle retribuzioni dei dipendenti lungo tutta la filiera, è stato del 30% più debole rispetto all'anno prima. Inoltre, lo studio prevede che il volume della produzione nel settore cresca dell'81% in 10 anni, raggiungendo una totale di 102 milioni di tonnellate entro il 2030.

<sup>19</sup> Traduzione letterale fornita dal Parlamento Europeo e dal Consiglio nel Regolamento 2020/852 sull'istituzione della tassonomia delle attività produttive sostenibili.

ingiusto promuovendo sul mercato prodotti finanziari come rispettosi dell'ambiente, anche quando, in realtà, non gli standard ambientali di base non sono soddisfatti.”<sup>20</sup>

Il concetto di finanza sostenibile è relativamente giovane. Negli anni, le numerose innovazioni significative di prodotto e di processo che si sono susseguite nell'ambito di finanza sostenibile non hanno avuto l'effetto sperato sulla domanda di questi prodotti: e ciò in parte è dovuto alla frammentazione degli approcci e dei prodotti stessi offerti, che si sono dunque posizionati in specifiche nicchie di mercato<sup>21</sup>, non risultando in una crescita effettiva della domanda.

L'istituzione di una tassonomia delle attività produttive che possono definirsi “sostenibili” diviene, dunque, fondamentale per tutti gli attori partecipanti al sistema economico:

- Per l'azienda: il riconoscimento delle proprie attività come sostenibili permetterebbe di beneficiare di condizioni di credito favorevoli, in un contesto ideale in cui al rischio ambientale venga effettivamente conferita pari rilevanza rispetto al rischio di credito<sup>22</sup>.
- Per gli intermediari finanziari e investitori istituzionali: La finanza necessita di informazioni affidabili per poter fiorire. Senza di queste, si darebbe il mercato in mano a speculatori, anziché investitori attenti al valore sottostante al prodotto finanziario. I soggetti che offrono tali strumenti beneficerebbero di una visione unitaria del concetto di sostenibilità per lo stesso concetto del primo punto: come un'azienda, infatti, anche le banche o gli investitori istituzionali potrebbero direzionare meglio la propria offerta in mercati in cui la domanda di tali prodotti è solo latente.
- Per gli investitori: Per i privati attenti alle tematiche ESG, è fondamentale avere certezza sulla sostenibilità ambientale delle attività in cui poter investire. Sono infatti gli investitori finali i veri destinatari della riforma sulla tassonomia avanzata dalla Commissione Europea.

---

<sup>20</sup> Punto n.11 della premessa al “Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088” (“Tassonomia”).

<sup>21</sup> Giorgio Righetti, “Fondazioni di origine bancaria e finanza sostenibile”, intervento nell'ambito del report “L'Unione Europea e la finanza sostenibile” del Forum per la Finanza Sostenibile.

<sup>22</sup> Si parlerà del rischio ambientale e del rischio di credito nel paragrafo 1.3.1. L'inclusione del fattore ambientale nel calcolo del costo del credito, poi, fornisce la base dell'applicazione di finanza sostenibile di cui al capitolo 2.

Prima di approfondire il lavoro della Commissione sulla tassonomia delle attività produttive sostenibili, si ritiene necessaria un'introduzione per definire alcuni concetti chiave, che risulteranno utili nel seguito della trattazione.

L'universo della finanza sostenibile ruota intorno al concetto di Sustainable and Responsible Investment (SRI, tradotto: investimento sostenibile e responsabile) sul quale, dopo anni, le principali associazioni globali sulla finanza sostenibile sembrano convergere nel definire come un "approccio di investimento a lungo termine che, nei processi di ricerca, analisi e selezione del prodotto su cui investire, integra anche gli aspetti ESG (Environmental, Social and Governance). Unendo la valutazione dei fattori ESG alla *fundamental analysis*<sup>23</sup> e al coinvolgimento attivo dell'investitore, l'investimento sostenibile e responsabile mira a ottenere ritorni di lungo termine, oltre a beneficiare la società influenzando il comportamento delle imprese"<sup>24</sup>.

Come accennato, le principali associazioni e *lobbies* sulla finanza sostenibile sembrano ormai convergere su una definizione comune di investimento responsabile. La definizione, però, resta alquanto generica in diversi punti, come ad esempio nel delimitare l'area di attività che possano definirsi *ESG compliant*; in questo quadro, diviene cruciale distinguere in maniera netta le attività che effettivamente perseguono progetti sostenibili nel lungo termine dal punto di vista ambientale e sociale, in modo da dare maggiori certezze ai mercati.

Si inserisce, dunque, in questo contesto, l'esigenza della Commissione Europea di creare una **tassonomia** delle attività che possano considerarsi sostenibili e rispettose degli standard ESG. Il documento finale è stato pubblicato dal già citato Technical Expert Group il 9 marzo 2020<sup>25</sup>. Sulla base di questo documento, sono state avanzate le proposte di regolamento da parte della

---

<sup>23</sup> La *fundamental analysis* è una metodologia di investimento per cui i prodotti finanziari sono valutati in base al loro valore intrinseco, senza considerare, almeno in partenza, il prezzo di mercato. In particolare, nelle fasi di scelta e analisi, la f.a. guarda ai fattori macroeconomici e microeconomici che incidono o possono incidere sul valore del prodotto. Al termine dell'analisi, si confronta il valore ottenuto con il *market price*. Diversi investitori di successo hanno implementato questo tipo di strategia in modo efficace, ma questa sembra star lasciando il posto a una metodologia incentrata più sul prezzo che sul valore, accorciando, di conseguenza, l'orizzonte temporale degli investimenti.

<sup>24</sup> Traduzione personale della definizione di SRI data da Eurosif (European Sustainable Investment Forum), principale associazione europea impegnata nello sviluppo e diffusione di tematiche di investimento sostenibile.

<sup>25</sup> Il TEG, terminato il lavoro, è stato sostituito dalla Piattaforma per la Finanza Sostenibile, istituita dallo stesso Regolamento sulla Tassonomia, all'art. 20. Come per il gruppo predecessore, anche la Piattaforma ha funzioni di ausilio alla Commissione nello sviluppare il progetto sulla Tassonomia. Il TEG ha visto prolungarsi il proprio mandato, per avviare una fase di passaggio di consegne con il nuovo gruppo.

Commissione agli organi legislativi. Nel giugno 2020, infine, il Regolamento sulla Tassonomia (Taxonomy Regulation, in seguito anche “TR”) è stato pubblicato nel Gazzettino Ufficiale dell’Unione Europea.

La TR ha previsto tre gruppi di utenti quali potenziali utilizzatori finali del modello.

- Attori dei mercati finanziari che intendono offrire prodotti finanziari “sostenibili” in UE<sup>26</sup> (per questi soggetti, l’uso della tassonomia è in realtà obbligatorio);
- Grandi imprese che sono già tenute a fornire informazioni secondo la direttiva sul Non-Financial Reporting;
- La stessa UE e i Paesi Membri, nella creazione di standard pubblici per prodotti finanziari o green bonds.

L’uso della tassonomia è, in realtà, obbligatoria per i soggetti compresi nel primo punto. Tra questi non sono incluse le banche commerciali, per le quali l’utilizzo della tassonomia per i prodotti offerti è solo discrezionale.<sup>27</sup>

L’output del lavoro degli organi comunitari è un modello, come si vedrà, obbligatorio per alcuni soggetti del mondo finanziario e facoltativo per altri, che permette di rendicontare e rendere pubbliche le informazioni sulla reale sostenibilità degli investimenti, identificando la quota di fondi, *securities*, asset che sono allineati alla tassonomia. Sulla base di questa, inoltre, si basano gli Standard per l’emissione di Green Bond, come si vedrà nei prossimi paragrafi. Il calcolo della quota di investimenti verdi in un portafoglio viene effettuato secondo un approccio bottom-up, partendo cioè dalle singole attività economiche oggetto di investimento.

Un’attività economica è considerata come allineata alla tassonomia se soddisfa tre requisiti:

1. Contribuisce al raggiungimento di almeno uno dei sei obiettivi di politica ambientale (Figura 3);
2. Nel farlo, non impatta negativamente in modo significativo su alcuno degli altri obiettivi (cd. Do No Significant Harm, o DNSH);

---

<sup>26</sup> Sulla definizione di “financial market participants” come definita dalla Direttiva EU 2016/2341 non ci si soffermerà. Per semplicità, le categorie incluse possono essere riassunte in fondi di investimento, anche ai fini pensionistici, banche di investimento e asset management firms.

<sup>27</sup> Un modello apposito per valutare la sostenibilità dei portafogli bancari è stato proposto da un’iniziativa delle Nazioni Unite. Per approfondimenti, si rimanda al paragrafo 1.3.1.

3. Rispetta, inoltre, soglie minime di salvaguardia, principalmente riguardanti i diritti umani<sup>28</sup>.

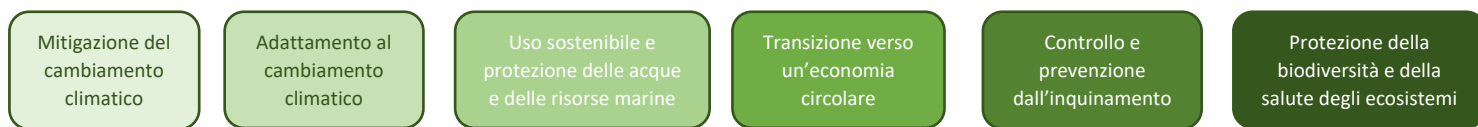


Figura 2: Obiettivi di politica ambientale dell'Unione Europea.

Al momento, nella tassonomia, sono state incluse solo le attività che abbiano un potenziale impatto positivo sulla mitigazione e sull'adattamento del cambiamento climatico (obiettivi 1-2). Nello sviluppo dei criteri di screening tecnico sulla mitigazione, poi, il TEG ha prioritariamente considerato i settori responsabili per il 93,5% delle emissioni dirette di gas serra, ritenuti aventi un potenziale impatto maggiore. Le variabili sulle quali il modello è stato costruito sono strutturate in maniera flessibile, permettendo, così, una maggiore agilità di adattamento ad eventuali (in realtà molto probabili) inasprimenti degli obiettivi ambientali in futuro.

Il TEG riconosce che, anche con la tassonomia a pieno regime, molte attività e interi settori potrebbero mancare di una soglia di contribuzione tecnica. Di conseguenza, anche le decisioni di investimento potrebbero risentirne. Per questo motivo, lo stesso Gruppo consiglia fortemente ai soggetti a cui la tassonomia è rivolta, di considerare come allineati alla tassonomia anche i singoli investimenti in CAPEX e, se rilevante, OPEX, qualora siano riconducibili a un piano industriale di medio termine (con durata massima consigliata di 5 anni), volto a completare un'attività inclusa nella tassonomia.<sup>29</sup>

Si vedrà, ora, in maggior dettaglio, il funzionamento della tassonomia, e come dovrà (o potrà) essere applicata dagli operatori finanziari. Occorre ribadire che lo strumento è rivolto agli attori del settore finanziario, mentre rimane un framework aggiuntivo per le aziende produttive, per le quali si applicano le norme previste in tema di non-financial reporting<sup>30</sup>. Come si è visto, le

<sup>28</sup> Le linee guida da rispettare affinché si soddisfi il terzo requisito sono le OECD Guidelines on Multinational Enterprises e le UN Guiding Principles on Business and Human Rights.

<sup>29</sup> Il TEG raccomanda fortemente che tali piani tengano conto degli inasprimenti degli obiettivi ambientali. In particolare, per la mitigazione, i ricavi generati in una particolare attività possono essere considerati ai fini della tassonomia solo dopo che siano stati soddisfatti i criteri tecnici per l'attività stessa. Per quanto riguarda le attività che permettono l'adattamento, invece, per loro natura, non sono soggette a modifiche nel tempo. Si veda "Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance", pagg. 15-16.

<sup>30</sup> Il tema sulla *non-financial disclosure* verrà ripreso in seguito (par. 1.3.1). Si tratterà della Direttiva 2014/95/EU, che crea i primi obblighi di reporting di informazioni non finanziarie per grandi imprese quotate. Inoltre, si farà,



attività economiche sono state selezionate in base al loro potenziale impatto sulla mitigazione del cambiamento climatico e sulla creazione di un tessuto economico più resiliente agli effetti del cambiamento stesso.

#### - **Mitigazione del cambiamento climatico**

La mitigazione è, per le attività economiche, il parametro ritenuto essere maggiormente rilevante, in quanto volto direttamente al raggiungimento degli obiettivi ambientali universalmente condivisi. La Taxonomy Regulation, sulla base delle indicazioni del TEG, prevede tre tipologie di attività, che, in modi diversi, contribuiscono alla mitigazione del cambiamento climatico.

1. Attività che, **per loro natura** (o per il modo in cui sono svolte), contribuiscono alla mitigazione del cambiamento climatico.
2. Attività che di per sé non contribuiscono alla mitigazione, ma che sono necessarie in quanto **permettono ad altre attività** di contribuire alla mitigazione (cd. *enabling activities*).

Tra le attività che contribuiscono alla mitigazione, un ruolo particolarmente delicato è riconosciuto anche alle attività attualmente responsabili di elevate emissioni, per le quali non esista attualmente una viabile alternativa più sostenibile. Il rischio, in questo caso, è che vengano lasciate fuori dalla tassonomia (e, più o meno indirettamente, da finanziamenti *green*) importanti settori dell'economia fortemente inquinanti, fondamentali ai fini della transizione verso un'economia sostenibile (da qui "*transition activities*"). Perciò, un'azienda operante in uno di questi settori può essere inclusa a patto che:

- Le sue performance ambientali siano le migliori nel settore;
- Non inibisca lo sviluppo e l'implementazione di alternative a basse emissioni;
- Considerando la vita utile economica degli asset inquinanti, non porti a un *lock-in* dell'attività nell'utilizzo di questi asset.

#### - **Adattamento al cambiamento climatico**

Oltre alle attività che contribuiscono alla mitigazione del cambiamento climatico, pari importanza viene data a quegli interventi che rendano un'attività resiliente agli effetti dell'aumento delle temperature. La definizione di tali attività è, come si può percepire,

---

anche in questo caso, riferimento alle indicazioni poste dal TEG, trattandosi del quarto tema sul quale il Gruppo ha avuto mandato di approfondire.

strettamente correlata alle dinamiche regionali. Sarebbe allineato, perciò, un intervento che renda ignifugo uno stabilimento situato in una zona ad alto rischio incendio. Come potrebbe esserlo anche un rifacimento di un impianto di scolo dell'acqua che permetta di evitare danni in caso di esondazioni e allagamenti in zone vessate da frequenti eventi di questo tipo. Per essere considerate come allineati, però, tali interventi devono soddisfare il necessario criterio della significatività (superando le soglie previste) e del DNSH sugli altri obiettivi.

#### - **Altri obiettivi di contribuzione ambientale**

Coerentemente con l'oggetto del mandato di cui era stato investito il TEG, gli altri quattro obiettivi di contribuzione ambientale (su ambienti marini, economia circolare, prevenzione da inquinamento e protezione della biodiversità) sono stati trattati, almeno per il momento, in modo differente e suppletivo rispetto alla mitigazione e all'adattamento. Le attività produttive, dunque, nel perseguire obiettivi di mitigazione e/o adattamento, non devono danneggiare in modo significativo nessuno degli altri obiettivi.

Entro il 31 dicembre 2020, come previsto dal Regolamento, la Commissione dovrà stabilire, con atti delegati, i criteri tecnici per stabilire le soglie relative ai sei obiettivi. Il 2021 sarà, come immaginabile, un anno determinante, per un progetto ambizioso sul quale l'Europa sta scommettendo molto, anche dal punto di vista politico.

Con l'avvicinarsi della *deadline*, in cui la tassonomia entrerà in vigore a tutti gli effetti, alcuni attori del settore finanziario hanno iniziato ad esprimere il proprio malcontento, specialmente riguardo ai tempi, giudicati eccessivamente stretti. Non si deve dimenticare che il sostanziale destinatario della riforma è proprio il mondo finanziario, il quale verrà gravato, in effetti, da obblighi reportistici non indifferenti. Il 30 agosto 2020, l'EFAMA (European Fund and Asset Management Association) ha avanzato un reclamo<sup>31</sup> scritto alla Commissione Europea chiedendo che l'introduzione degli obblighi previsti fosse rinviata, permettendo ai suoi associati di "ottenere sufficienti informazioni per determinare il rischio ESG<sup>32</sup> dei loro portafogli"<sup>33</sup>. Secondo alcuni esperti, però, parte di questi reclami proverrebbero da imprese cd. *laggards* del settore, nel timore di essere lasciate indietro nel mercato della finanza ESG.

---

<sup>31</sup>EFAMA, "Response To The ESA's Consultation On The Draft RTS Under The Sustainable Finance Disclosures Regulation", settembre 2020.

<sup>32</sup> Del rischio ESG si tratterà nei prossimi paragrafi oltre che, in un'accezione particolare, nel secondo capitolo, che costituisce la parte *applicativa* di Finanza Sostenibile.

<sup>33</sup> RIDING, "Asset managers lobby Brussels to delay sustainable investing rules", Financial Times del 30 agosto 2020.

La riforma della classificazione delle aziende green è, dunque, materia tutt'altro che completa e perfetta. Molti sono i punti ancora fortemente discussi; si pensi al malcontento, di origine prevalentemente francese<sup>34</sup>, per la mancata inclusione dell'energia da fonti nucleari tra le attività che contribuiscono alla transizione a un'economia sostenibile. Secondo lo schema della tassonomia, infatti, l'energia prodotta da fonti nucleari rispetta le soglie sulle emissioni di gas serra, ma non sembra invece soddisfare il principio del DNSH, a causa del tema controverso sul trattamento delle scorie.

Pure incerto sarebbe l'effetto del peso degli obblighi di reporting gravanti sulle PMI, che potrebbero essere discriminate rispetto ad aziende con maggiori quantità di dati, rendendo quindi più difficile la loro inclusione in fondi *green*.

Se in un futuro prossimo sembra certa l'inclusione nella tassonomia di requisiti sociali oltre che ambientali, non è invece, al momento, contemplata dagli organi legislativi europei l'inclusione di una tassonomia cd. "*brown*", che individui le attività che ostacolano il raggiungimento degli obiettivi ambientali. Lo stesso TEG riconosce che numerose attività non siano state considerate nel modello, anche se ciò non comporta automaticamente che queste siano da considerare dannose per l'ambiente. Individuare un quadro di attività *non-compliants* rendendo per queste, di fatto, più difficile il reperimento di capitali, ovviamente non è un compito agevole, vista la diversità nei consumi oltre che nei mix di produzione di energia elettrica tra i vari continenti ma anche tra gli stessi Paesi europei. Questa classificazione, tuttavia, permetterebbe una maggiore trasparenza nelle strategie d'investimento ESG per esclusione, la strategia più diffusa tra le banche e altre istituzioni finanziarie<sup>35</sup>.

*Rebus sic stantibus*, secondo alcuni analisti<sup>36</sup>, la tassonomia non avrà di per sé grandi effetti sulle condizioni di credito ottenute direttamente dall'emissione di Green Bonds, almeno nel breve termine. Quanto previsto dal Regolamento, però, può certamente costituire un audace strumento che può servire da piattaforma a nuove (ancora più audaci) iniziative future, anche non direttamente concernenti il tema della finanza sostenibile.

Rimangono parzialmente escluse dai vincoli derivanti dalla tassonomia le banche commerciali. Il regolamento, infatti, si fonda sul contrasto al *greenwashing* nel mercato dei fondi

---

<sup>34</sup> Sono in realtà numerosi i paesi comunitari che si sono opposti alla mancata inclusione dell'energia nucleare tra le attività *green*.

<sup>35</sup> La strategia ESG di "esclusione" consiste nell'escludere le attività non sostenibili dalle proprie scelte di investimento. Nel prossimo paragrafo verranno elencate in modo non esaustivo le strategie ESG più comuni.

<sup>36</sup> Mervyn Tang e Andrew Steel, "ESG Credit Quarterly: 1Q20", Fitch Ratings.

d'investimento e nell'*asset management*, escludendo il credito diretto alle imprese e ai consumatori. Come si vedrà, però, anche le banche sono soggette a misure vincolanti sui temi ambientali, ma importanti sono anche le iniziative volontarie degli istituti bancari volte all'inclusione del rischio ambientale nella computazione del costo del credito.

## 1.3 Temi di Sostenibilità Bancaria: Attori e Prodotti.

### 1.3.1 Gli Attori: definizioni di “Banca etica”

- ONU: UNEP/Fi – Principles for Responsible Banking
- 111-BIS TUB

### 1.3.2 I Prodotti: lato Imprese e lato Banche

- La relazione tra rischio ambientale e rischio di credito
- Lato Imprese: I green bonds
- Lato Banche: I green loans

## 1.3 Temi di sostenibilità bancaria: Attori e Prodotti

In questa sezione si approfondiranno alcuni temi di sostenibilità bancaria, sia dal punto di vista soggettivo che oggettivo, con uno sguardo alle novità legislative italiane e comunitarie, e a strumenti e principi riconosciuti a livello internazionale.

Negli ultimi anni, ormai, tutti i principali istituti bancari *tradizionali*<sup>37</sup> hanno promosso, seppur in misure diverse, azioni volte a rendere il proprio bilancio più sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale. Per una più agevole comprensione, però, occorre distinguere tali soggetti dalle banche “etiche” in senso stretto, come definito dalla normativa italiana ed europea e dagli accordi internazionali. Solamente queste ultime saranno, infatti, oggetto della prima parte di questa sezione, concernente il lato soggettivo del fare banca in modo etico e sostenibile. Nella seconda parte, invece, si tratterà dei prodotti di finanza etica (principalmente Green Bonds e Green Loans), per cui le banche sistemiche e tradizionali vi rientreranno pienamente<sup>38</sup>.

Dalla scorsa crisi finanziaria, il fenomeno delle banche etiche è stato protagonista di una crescita sostenuta e costante, sia nelle dimensioni (sintomo di una crescente attenzione degli investitori ai temi di sostenibilità ambientale e sociale) ma anche nella redditività. Secondo uno

---

<sup>37</sup> Per “tradizionali” si intendono, unicamente ai fini della trattazione, le banche che non svolgono la propria attività basandosi unicamente su principi etici. Nella realtà, l’utilizzo di questo termine potrebbe risultare fuorviante, in quanto non è spesso possibile distinguere in modo netto le diverse tipologie di attività bancaria, in quanto alcune banche etiche europee sono ormai soggetti maturi di grandi dimensioni.

<sup>38</sup> Con banche “sistemiche”, si intendono gli istituti bancari che per dimensioni, tipologia di asset, interconnessione con l’economia di un Paese e tipologia di clientela, sono ritenuti di importanza troppo elevata per essere fallibili. La lista di tali istituti è redatta annualmente dal Financial Stability Board.

studio di Fondazione Finanza Etica<sup>39</sup>, infatti, nel decennio 2008-2018, le banche etiche europee hanno conseguito un ROA (misura della redditività delle attività) e un ROE (misura della redditività del capitale proprio) superiori a quelli riportati dalle banche europee tradizionali<sup>40</sup>, oltre che soggetti a minore volatilità, calcolata tramite deviazione standard dal valore medio (si veda la tabella in basso).

<b>ROA</b>	<b>Media 10 anni</b>	<b>Deviazione Standard</b>
Banche etiche europee	0,40%	0,40%
Banche europee	0,13%	0,20%
<b>ROE</b>	<b>Media 10 anni</b>	<b>Deviazione Standard</b>
Banche etiche europee	3,57%	0,41%
Banche europee	1,79%	3,28%

Tabella 1: Dati da Fondazione Finanza Etica “La finanza etica e sostenibile in Europa”

Come si vedrà, le banche etiche non si distinguono solamente per la composizione del proprio portafoglio, bensì anche per i sistemi di governance utilizzati e la struttura del capitale. Curiosamente, proprio le banche etiche, che nella trattazione vengono contrapposte alle banche “tradizionali”, svolgono in misura maggiore attività storicamente proprie del settore bancario, come la concessione di credito a imprese e privati, a discapito di attività più “moderne”, come la detenzione di partecipazioni ai fini speculativi, di attività finanziarie complesse (derivati), e così via. Differenze sostanziali tra le due categorie si hanno anche nella struttura del passivo, maggiormente esposta (nelle banche etiche) verso i depositari, a differenza delle banche tradizionali, le quali più frequentemente emettono propri strumenti di debito, o detengono debiti verso altre banche tradizionali o banche centrali. La motivazione di tali differenze risiede nella concezione che, tramite una struttura di bilancio più “semplice”, la banca riesca ad avere un impatto maggiore sull’economia reale<sup>41</sup>. Questo, però, si scontra con una realtà che vede i tassi

<sup>39</sup> Fondazione Finanza Etica, “La Finanza Etica e Sostenibile in Europa”, Terzo Rapporto, febbraio 2020.

<sup>40</sup> Nello studio, è stato considerato un aggregato di 4500 banche operanti nell’area Euro, sulla base dei dati forniti dalla BCE. Le banche etiche e sostenibili, invece, sono rappresentate da 23 istituzioni, tutte membri di Febea, Gabv o Inaise, associazioni bancarie di finanza sostenibile.

<sup>41</sup> Mentre l’efficacia del credito nel finanziare l’economia reale è indiscussa, è invece questionabile la capacità della partecipazione in capitale di rischio di impattare allo stesso modo. Sul tema non ci si dilungherà, ma occorre precisare che non è la tipologia di capitale *per se* ad essere meno impattante, bensì l’orizzonte temporale. È infatti

d'interesse, e dunque la redditività del credito, ai minimi storici. Maggiormente colpite da questo fenomeno congiunturale dovrebbero, dunque, essere proprio chi fa della concessione del credito il proprio *core business*, e cioè le banche etiche ma soprattutto le BCC, fondamentali nel nostro Paese in quanto midollo della finanza delle PMI<sup>42</sup>.

Come si vedrà tra poco, negli ultimi anni, a livello nazionale e comunitario, sono state poste le basi per una normativa comune ed una definizione di soggetti e prodotti finanziari classificabili come etici e sostenibili. Questa esigenza nasce sia da scopi agevolativi che tutelativi di questi soggetti e prodotti: solo grazie ad un corpo normativo avanzato è infatti possibile incentivare il ricorso a tali forme del fare banca, proteggendo soggetti e prodotti realmente *green* da fenomeni di *greenwashing*.

### 1.3.1 Gli Attori: la Banca etica.

Nel 2016, il legislatore italiano ha posto le basi per un pieno riconoscimento degli operatori di finanza etica. Con la Legge di Bilancio 2017<sup>43</sup>, è stato infatti modificato il Testo Unico Bancario, arricchito dell'articolo 111-bis, definito "Finanza Etica e Sostenibile", in cui vengono posti dei requisiti soggettivi che permettono di ottenere le agevolazioni fiscali di cui al comma 2 dello stesso articolo. In realtà, non è la prima volta che il legislatore tenta di regolamentare la finanza sostenibile. L'art. 117-ter del Testo Unico della Finanza ("Disposizioni in materia di finanza etica"), infatti, riconosce la necessità di porre degli obblighi di trasparenza in capo ai soggetti che commercializzano strumenti finanziari "green". A differenza di quest'ultima disposizione, però, il più recente 111-bis del TUB muove sui *soggetti* di finanza etica, piuttosto che sui *prodotti*.

L'introduzione nell'ordinamento di una norma specificatamente rivolta all'etica bancaria, fa dell'Italia un Paese pioniere in Europa nella regolamentazione di questo tipo di attività. Se,

---

lo *short termism* a creare distorsioni nella governance dell'impresa, e, dunque, a rendere il finanziamento in equity meno vicino all'economia reale. Per approfondimenti: BECCHETTI, "L'economia e la finanza nei mercati globali: le cause "filosofiche" dei problemi, la declinazione dei problemi in banca e finanza e le direzioni per le soluzioni", Università degli Studi di Roma "Tor Vergata".

<sup>42</sup> Secondo un report di Federcasse, a marzo 2020 le BCC e Casse Rurali avevano concesso il 24% del totale prestiti bancari concessi alle imprese artigiane. Si tratta di un dato rilevante, considerato che la quota di mercato degli impieghi economici lordi delle BCC-CR è pari all'8,4% del totale nel settore bancario italiano.

Fonte: BCC Federcasse, "Tutti i numeri delle Banche di Credito Cooperativo (Dati provvisori al 31 Marzo 2020)", marzo 2020.

<sup>43</sup> L. 232/2016, "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019", comma 51.

infatti, negli ultimi due decenni in Europa le banche etiche si sono moltiplicate in numero e dimensioni<sup>44</sup>, ciò che ancora manca è un quadro normativo comunitario che le riconosca appieno.

#### ❖ **Framework in Italia: l'art. 111-bis del Testo Unico Bancario**

La disposizione contenuta nell'art.111-bis del TUB è strutturata in due parti: il primo punto (comma 1) contiene la definizione di operatore di banca etica, mentre la seconda parte (comma 2) è incentrata sull'agevolazione fiscale prevista per i soggetti idonei. Quest'ultima consiste nella deduzione dal reddito imponibile di una quota pari al 75% degli utili reinvestiti in società<sup>45</sup>. Seppur rilevante, quest'ultimo punto non verrà ulteriormente discusso.

I requisiti che una banca deve soddisfare per poter essere considerata “etica e sostenibile” secondo l'art. 111-bis, possono essere suddivisi in tre parti, che possiamo denominare:

- Trasparenza (punti a-b)
- Bilancio (punti c-d)
- Governance (punti e-f)

---

<sup>44</sup> Dalla crisi finanziaria del 2008, le banche etiche e sostenibili europee hanno avuto una crescita annua a doppia cifra (CAGR del 10-11%) su tutte le principali aree di bilancio (Attivo, Prestiti, Depositi e Patrimonio Netto). Al 2018, i bilanci delle principali 23 banche etiche e sostenibili europee riportavano:

- Attivo pari a €51,26 mld;
- €38,98 mld di crediti concessi;
- €26,87 mld di depositi.

Fonte: *Fondazione Finanzaetica, Fundación Finanzas Eticas - “La Finanza Etica e Sostenibile in Europa” (terzo rapporto), Febbraio 2020.*

<sup>45</sup> Il raggio d'azione del management della banca etica riguardo al *payout* è in realtà limitato dallo stesso articolo, che al punto d) prevede che “[le banche etiche e sostenibili] non distribuiscono profitti e li reinvestono nella propria attività”. Se si interpreta la disposizione in modo letterale, il comma 2 risulta, dunque, in parte ridondante: questo prevede, infatti la deduzione dal reddito imponibile di parte dell'utile reinvestito nell'attività, ma sappiamo che la banca, affinché possa usufruire dell'agevolazione, *deve* reinvestire i profitti nell'attività. Interessante è, poi, il dibattito sull'idoneità della seconda forma “classica” di payout, e cioè l'acquisto di azioni proprie. Su questo punto si tornerà nel capitolo 3. Dividendi e cd. *buybacks* sono, come detto, forme “classiche” di payout. Diverse sono le forme di remunerazione dei soci in banche con impronta “locale” (come le Banche di Credito Cooperativo), in cui i soci sono gli stessi clienti depositari e i vincoli legislativi non permettono una libera distribuzione degli utili (si veda l'art. 37 del Testo Unico Bancario), coerentemente con lo scopo mutualistico delle BCC.



In questa sede, si approfondirà solo la prima parte (“Trasparenza”), mentre il punto d), concernenti le politiche di *payout*, verrà approfondito all’interno del Capitolo 3. Il resto dei punti verranno invece trattati in modo non analitico.

Come stabilito dal 3° comma dell’art. 111-bis TUB, è compito del Ministero dell’Economia e delle Finanze stabilirne le norme attuative. Redatta una prima bozza di Decreto Ministeriale, è stata aperta una fase di confronto con esperti e istituti finanziari per la presentazione di eventuali osservazioni. Questa fase si è conclusa più di un anno fa, il 24 ottobre 2019, e le osservazioni accolte sono state inserite nella nuova bozza di Decreto. Ad oggi (dicembre 2020), comunque, il documento non è ancora stato pubblicato nella sua forma definitiva.

- Punti a) – b): **Trasparenza**

I primi due requisiti necessari al riconoscimento dello status di banca etica riguardano il processo di valutazione dei finanziamenti e la trasparenza. In particolare, dispone il TUB, una banca, perché sia etica, deve “[valutare] i finanziamenti erogati a persone giuridiche secondo standard di rating etico internazionalmente riconosciuti, con particolare attenzione all’impatto sociale e ambientale.

L’importanza e la vaghezza della disposizione citata obbligano alla lettura della bozza del testo del Decreto Ministeriale, certamente più dettagliato, anche se non privo di imprecisioni.

Ciò che emerge chiaramente dal Testo Unico Bancario è che l’obbligo della valutazione positiva dell’impatto socio-ambientale ricade solo sui finanziamenti concessi alle persone giuridiche. La *ratio*, in questo caso, è riconducibile alla maggiore difficoltà nel valutare una persona fisica secondo criteri etici, oltre che all’inopportunità di rendere pubbliche le informazioni relative a tali finanziamenti<sup>46</sup>. Altro punto di forte discussione concerne invece i prodotti che sono oggetto di valutazione; in particolare, la norma e il decreto attuativo si riferiscono in modo generico a “finanziamenti”, senza distinzione tra capitale di rischio e di debito. Come si è visto *supra*, l’attivo delle banche etiche europee (ancor più delle BCC) è maggiormente focalizzato sulla concessione di prestiti. Nel 2018, i crediti verso la clientela rappresentavano il 76,11% del totale degli impieghi delle banche etiche e sostenibili, quasi il

---

<sup>46</sup> Sul tema, si veda MACCHIAVELLO, “Possono esistere “banche etiche”?”, Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia, 1/2019, pag. 200, la quale considera rischioso valutare i finanziamenti concessi a privati anche per il possibile restringimento della platea di soggetti finanziabili, con conseguenti effetti negativi sulla diversificazione del rischio e di inclusione finanziaria.

doppio rispetto alle banche europee (sistemiche e non), ferme al 39,80%<sup>47</sup>, e comunque superiore a quello delle BCC (poco più del 52%)<sup>48</sup>. Sebbene non specificatamente inclusi, non sembrano esserci motivi ostativi all'inclusione dei finanziamenti con capitale di rischio alle imprese. Piuttosto, risulterebbe paradossale il contrario, per cui le banche potrebbero classificarsi come etiche e sostenibili solo per aver posto in essere una metodologia e un processo interno di valutazione socio-ambientale del credito, a prescindere dall'eventuale detenzione di partecipazioni in attività contrarie agli "standard di rating etico universalmente riconosciuti"<sup>49</sup>. Da un'interpretazione letterale del documento, il Ministero sembra voler includere nella valutazione solo la forma di finanziamento in capitale di debito, in quanto più strettamente correlata a singoli progetti il cui impatto socio-ambientale può essere valutato più agevolmente.

Anche la definizione degli standard di rating etico sul quale basare le valutazioni di impatto è stata oggetto di osservazioni e critiche da parte della dottrina. Per il *modo* in cui la valutazione dei finanziamenti deve essere eseguita, viene lasciata una certa libertà operativa. Un vincolo, invece, è posto nella scelta degli standard da utilizzare, i quali, prevede il decreto attuativo, devono essere internazionalmente riconosciuti. Attualmente, però, un tale schema non esiste, sebbene alcune organizzazioni internazionali (Nazioni Unite in primis) stanno, con non pochi sforzi, facendo passi avanti sul tema. Parte della dottrina, infatti, consiglia di associare la valutazione a definizioni e criteri già in essere, come, ad esempio, i Sustainable Development Goals (o SDG), e basare su questi un proprio processo valutativo<sup>50</sup>. Nel prossimo paragrafo si

---

<sup>47</sup> Fonte: Fondazione Finanzaetica, Fundación Finanzas Eticas - "La Finanza Etica e Sostenibile in Europa" (terzo rapporto), Febbraio 2020. I dati sulle banche etiche e sostenibili sono stati ottenuti considerando un campione di 23 istituti, confrontati con un campione di circa 4.500 banche europee.

<sup>48</sup> Il dato risultante è una media ponderata tra i dati di bilancio dei tre gruppi bancari di Credito Cooperativo italiani: Gruppo ICCREA, Cassa Centrale Banca e Cassa Centrale Reiffeisen. Il rapporto credito verso la clientela sul totale attivo ammontava a 54,81% per ICCREA, 56,60% per Cassa Centrale e 49,88% per Reiffeisen (dati del 2019).

Fonte: Bilanci d'esercizio dei singoli gruppi bancari.

<sup>49</sup> Sul tema, A. Lanzavecchia e G. Tagliavini osservano che sarebbe opportuno fissare un duplice requisito:

- Limite minimo di crediti verso la clientela (proposto al 60%);
- Valutazione di impatto anche sulle attività finanziarie non creditizie.

Da: LANZAVECCHIA – TAGLIAVINI, "Osservazioni, commenti e proposte allo schema di D.M. recante l'attuazione delle norme contenute nell'art. 111-bis del Testo Unico Bancario", 24 ottobre 2019.

<sup>50</sup> Banca Popolare Etica, commento di allo schema di D.M. recante l'attuazione delle norme contenute nell'art. 111-bis del Testo Unico Bancario, 24 ottobre 2019.

riporterà un esempio di metodologia di valutazione del portafoglio bancario proposto dall'organismo di finanza sostenibile facente capo alle Nazioni Unite.

Se la prima parte del punto a) è, come visto, caratterizzata da una certa incertezza, più oggettiva è invece la lista di attività che una banca etica *non* può finanziare. Queste attività (svolte esclusivamente da soggetti dotati di personalità giuridica) sono elencate nella seconda parte dello stesso punto, e sono riportate qui a titolo esemplificativo:

- Attività operanti, anche indirettamente, nella produzione o scambio di beni o servizi il cui normale utilizzo viola i diritti umani;
- Attività che consumano energia prodotta esclusivamente da fonti non rinnovabili;
- Soggetti di cui è stata accertata in via definitiva la responsabilità per gravi e sistematiche violazioni di diritti umani, per gravi violazioni dei diritti individuali in situazioni di guerra o di conflitto, o per gravi danni ambientali;
- Soggetti i cui amministratori, sindaci e/o legali rappresentanti sono stati riconosciuti responsabili in via definitiva per le violazioni o i danni di cui al punto iii).

I risultati di queste valutazioni devono essere, poi, indicati in una relazione apposita, pubblicata dalla banca almeno una volta all'anno. Un esempio virtuoso di *non-financial reporting* è rappresentato da Banca Popolare Etica, che nel 2020 ha pubblicato il primo Report d'Impatto (relativo al 2019), un documento in cui la banca offre una rendicontazione dettagliata dell'impatto dei finanziamenti concessi nelle 15 aree considerate. Ciascuna area di impatto è stata pensata in stretta correlazione con uno o più SDGs, rendendo, dunque, il report allineato a quanto stabilito dal punto a) del primo comma del 111-bis TUB.

- Punti c) – d): **Bilancio**

Il punto d) verrà, come detto, approfondito nell'ambito dell'exkursus sull'eticità delle forme di payout nel capitolo 3.

- Punti e) – f): **Governance**

Per quanto riguarda i requisiti sulla governance delle banche etiche, il legislatore riprende in parte la disciplina del Credito Cooperativo, in particolare in tema di azionariato diffuso (il D.M. prevede un numero di soci non inferiore a 200), e di poteri di voto. Su quest'ultimo tema, non viene fissato un vincolo estremo di democraticità, come quello del voto capitarario tipico delle BCC, bensì viene previsto che le banche etiche debbano avere una struttura organizzativa e di governance tale per cui:

- Nessun socio possa esercitare il proprio diritto di voto per un quantitativo di azioni con valore superiore al 5% del capitale sociale.
- Venga incentivata la partecipazione dei soci di minoranza, anche tramite voto per corrispondenza o comunque agevolando l'esercizio del diritto di voto.
- Sia permesso un coinvolgimento in assemblea degli stessi destinatari dei finanziamenti che rientrano nel primo punto della disposizione, ai fini consultivi sulle modalità di attuazione delle politiche etiche e sostenibili della banca.

Quest'ultimo punto è una novità nel nostro ordinamento, permettendo a soggetti non aventi interessi di natura azionaria/partecipativa né di credito di avere una voce nel procedimento assembleare (senza, ovviamente, avere diritto di voto), almeno per quanto concerne le tematiche etiche e sostenibili che sono state considerate nella scelta del finanziamento. Non sono mancate le critiche a questo coinvolgimento di natura extra-societaria, che riguarda, per la prima volta, soggetti che hanno interessi registrati tra le passività del proprio bilancio, al contrario di come avviene comunemente (la partecipazione in assemblea presuppone, infatti, la detenzione di partecipazioni o, in alcuni casi, di obbligazioni della società)<sup>51</sup>.

Ultimo punto concerne il tema delicato delle retribuzioni del personale. Secondo l'art. 111-bis TUB, il rapporto tra la remunerazione maggiore e quella media della banca non può superare il valore di 5. Sebbene anche su questi temi vi sia una sensibilità sempre maggiore da parte delle banche tradizionali, permangono, in questi istituti, logiche retributive basate su metriche e indicatori esterni all'organizzazione, come ad esempio il prezzo di mercato delle azioni e benchmark salariali con le banche concorrenti. Ciò, in un passato non remoto, veniva accentuato dalla presenza massiccia di schemi di compensazione variabile, presenti ancora oggi ma con dei limiti fissati generalmente, anche in Italia<sup>52</sup>, al 200% rispetto alla retribuzione ordinaria (rapporto 2:1).

Alcune banche tradizionali (anche sistemiche) hanno introdotto diversi incentivi svincolati da logiche di mercato e legate, invece, a performance non-economiche/finanziarie. Esempi sono quelli di UBS, che collega una parte significativa della compensazione variabile dei manager a

---

<sup>51</sup> Banca Popolare Etica ha mosso le proprie critiche su questo punto, sostenendo che, con riferimento a tale previsione normativa, non vi sia né un modello organizzativo, né una base di *best practices* internazionali.

<sup>52</sup> Banca d'Italia, "Disposizioni di vigilanza per le banche", Circolare n.285 del 17 dicembre 2013.

performance organizzative e di inclusione, e quella di Crédit Agricole, che ha introdotto criteri ESG nella determinazione del compenso variabile al top management<sup>53</sup>.

L'introduzione normativa di un vincolo salariale legato alla retribuzione media rappresenta una novità nel settore delle banche etiche europee. Il limite posto dal 111-bis TUB è sostanzialmente irraggiungibile per le banche sistemiche europee (che hanno un rapporto stipendio più alto – stipendio medio superiori a 40<sup>54</sup>), mentre si pone in linea con le policy interne fissate dalle principali banche etiche europee.

#### ❖ Framework Internazionale: Unep/FI

A livello internazionale, fortemente attiva in tema di finanza sostenibile è la *United Nations Environment Programme Finance Initiative* (UNEP-FI), organismo creato nel 1992 da una partnership tra *Environment Programme* dell'ONU ed esponenti del settore finanziario. Ad oggi, può contare sull'appoggio di quasi 280 istituti finanziari e investitori, di cui 215 membri effettivi (l'Italia è rappresentata da CDP Immobiliare, Generali, ISP, Monte Paschi, Poste Vita, UBI, Unicredit). L'obiettivo di UNEP FI è quello di creare, insieme ai propri membri, dei modelli e delle direttive rivolte all'intero sistema finanziario, in modo da canalizzare la finanza verso obiettivi di sviluppo sostenibile, rendendo gli istituti finanziari principali attori e guide verso il raggiungimento dei *Sustainable Development Goals* (in seguito "SDGs") fissati dalla stessa ONU nell'Agenda 2030.

L'organizzazione di UNEP FI si dirama in tre *frameworks*, rappresentanti le tre diverse industrie dello stesso settore, e cioè:

- Il settore bancario, tramite i *Principles for Responsible Banking*, sottoscritti da 180 banche con un totale asset di 47 trilioni USD (tra le quali però, occorre sottolinearlo, a parte Citigroup, non figura nessuno dei giganti del settore bancario statunitense). Dei tre *frameworks* ci riferiremo esclusivamente a questo, in quanto co-creatore dei modelli di valutazione d'impatto che verranno trattati in seguito.
- Il settore assicurativo (*Principles for Sustainable Insurance*).

---

<sup>53</sup> Scuola di Economia Civile, "Metriche per la valutazione delle retribuzioni dei lavoratori e dei manager", novembre 2019.

<sup>54</sup> Il rapporto, per HSBC e Santander supera addirittura 100 (rispettivamente 120 e 148). Più contenuto è invece il rapporto per l'unica banca sistemica italiana, Unicredit (pari a 17). I dati includono anche i compensi in azioni della società.

Fonte: Fondazione Finanzaetica, Fundación Finanzas Eticas - "La Finanza Etica e Sostenibile in Europa" (terzo rapporto), febbraio 2020, Analisi dai bilanci del 2018.

- Più in generale, il settore degli investimenti (*Principles for Sustainable Investment*).

➤ **I modelli di valutazione d'impatto:** Il Corporate Impact Analysis Tool e il Portfolio Impact Analysis Tool for Banks.

Il 2 Aprile 2020 l'UNEP FI ha presentato due nuovi strumenti *hands-on* per aiutare banche e investitori a misurare e interpretare gli impatti (positivi e negativi) che singole imprese (o le posizioni detenute in esse) hanno sulla società. In questo modo è possibile valutare il proprio operato ed eventualmente correggerlo in funzione, come detto, del raggiungimento dei SDGs. Si tratta del *Corporate Impact Analysis Tool* e del *Portfolio Impact Analysis Tool for Banks*. I due strumenti, anche se distinti, hanno in comune numerosi aspetti operativi oltre che concettuali, e sia le banche che gli investitori (i principali destinatari degli strumenti) possono, per avere un'ottica ancora più ampia, utilizzarli in modo congiunto.

L'idea di base che ha portato Positive Impact Initiative, una sorta di area R&D di UNEP-FI, a portare avanti il progetto, è che il *funding gap* rivolto al perseguimento dei SDGs, non sia solamente un problema finanziario (il gap si ritiene abbia una dimensione nell'ordine di trilioni di dollari), ma anche di business model. Gli obiettivi di aumento degli impatti positivi contestuali alla riduzione di quelli negativi sono infatti rimasti ai margini dei *business models* di imprese e banche. Impatti che, nella 3<sup>a</sup> e 4<sup>a</sup> rivoluzione industriale, passano dall'essere mere esternalità a veri e propri *business drivers*.<sup>55</sup>

- **Corporate Impact Analysis Tool**

Rivolto sia alle banche sia alle stesse imprese, lo strumento permette di identificare, valutare e monitorare gli impatti dell'attuale business model dell'impresa. Si utilizza dunque un approccio bottom-up, in quanto si parte dal business model dell'impresa, a differenza di quanto si vedrà nel secondo strumento, in cui l'oggetto di analisi è l'asset detenuto dalla banca nell'impresa.

A livello operativo si distinguono due fasi: l'**identificazione**, che aiuta l'utente a capire, guardando ad alcune caratteristiche del cliente, quali aree impattano di più. Si considerano principalmente il/i paese/i di produzione, di vendita e di approvvigionamento, e i settori in cui l'impresa opera. L'output sarà un grafico generato automaticamente in base a parametri statistici disponibili sul web, in cui verranno evidenziati i settori in cui l'impresa produce impatti positivi e negativi, con evidenziazione dei settori chiave, quelli cioè maggiormente

---

<sup>55</sup> Traduzione e rivisitazione dell'intervento di Careen Abb (Lead, Positive Impact Initiative, UNEP FI) in occasione del lancio di UNEP FI Corporate Impact Analysis Tool & Portfolio Impact Analysis Tool for Banks.

impattanti, che saranno poi oggetto dell'analisi successiva. La seconda fase è dunque la **valutazione**, in cui si analizzano performance, capacità di gestire gli impatti e lo stato attuale dell'impresa. È questa la parte maggiormente dispendiosa dell'intera analisi, in particolare nell'ambito della performance, in cui occorre inserire dati relativi ad esempio alla produzione/riduzione di CO<sub>2</sub>, posti di lavoro creati/ridotti e così via.

Al termine dell'analisi, ci si potrà trovare in uno dei tre possibili scenari: l'impresa può essere infatti 'Positive Impact', in 'PI transition', 'not PI', a seconda dell'impatto da essa creato, che determinerà poi la necessità di modificare il proprio business model coerentemente.

#### - **Portfolio Impact Analysis Tool for Banks**

Rivolto questa volta esclusivamente alle banche, permette di identificare le aree di impatto più significative e misurare la performance della banca in esse. Come accennato *supra*, lo strumento utilizza un approccio top-down, in quanto si analizza il *portfolio* della banca, partendo dunque dall'asset detenuto nell'impresa.

Il Tool è valido per quasi la totalità delle banche (ad eccezione di Private Banking, Capital Markets e Asset Management). È infatti possibile condurre l'analisi su quattro tipi di banche divise in *retail banking* (*consumer b.* e *business b.*) e *wholesale banking* (*corporate b.* ed *investment b.*). Ai fini della nostra indagine, viste anche le caratteristiche della Banca oggetto di studi, ci concentreremo esclusivamente sull'ambito retail.

Anche in questo caso sono previste due fasi:

Si **identificano** anche in questo caso le aree di impatto significative (con calcoli automatici molto simili a quelli del tool precedente). L'output, uguale a quello già visto *supra*, è quello di rilevare le *impact areas* più significative, che verranno valutate poi nella fase di *assessment*. L'analisi è quindi anche qui effettuata per Paese e per settore. La **valutazione**, in questo caso, è però leggermente diversa: l'obiettivo del tool non è più, infatti, quello di verificare se l'impresa è Positive Impact o non meno, ma di individuare le aree di impatto su cui concentrare il target.

### **1.3.2 I Prodotti: lato Imprese e lato Banche**

In quest'ultimo paragrafo del primo capitolo, si concluderà la sezione dei "Temi" di Finanza Sostenibile, e si introdurrà la corposa sezione applicativa, comprendente il progetto svolto in Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop. Con il secondo capitolo, poi, si chiuderà

l'analisi della sostenibilità della *top-line* di bilancio, per abbracciare, nel capitolo 3, il tema della gestione delle banche della *bottom-line*.

In questa sede si vedranno degli esempi di prodotti sostenibili, sia lato-imprese che lato-banche, con introduzioni normative (ove presenti), e analisi degli sviluppi recenti. Ma prima di cominciare la trattazione sulle tipologie di finanziamento, si ritiene necessario analizzare le relazioni, ove ve ne siano, tra il rischio di credito “tradizionale” ed il rischio ambientale.

#### ❖ **Rischio di Credito e rischio Ambientale**

Tra le sfide future più pressanti per gli istituti finanziari, di particolare rilevanza è l'inclusione del rischio ambientale (ma anche sociale) nel computo del rischio complessivo del cliente e, più in generale, del proprio portafoglio. La stessa Banca Centrale Europea ha giudicato come “probabile” l'impatto diretto e indiretto di fenomeni correlati al clima sugli asset delle banche europee. Per questo motivo, la stessa BCE raccomanda alle banche di considerare questo rischio nei propri processi di risk management, dovendosi attendere, comunque, un aumento nei prossimi anni dell'intensità degli eventi catastrofici causati dal cambiamento climatico<sup>56</sup>. Nell'ultimo decennio, diverse iniziative in questo senso sono state avviate sia da attori del settore pubblico che privato. Nel 2016, i Paesi del G20, sotto la presidenza cinese, hanno avviato un programma (“G20 Green Finance Study Group” o GFSG<sup>57</sup>) con l'obiettivo di creare soluzioni che permettano di mobilitare capitali privati in investimenti *green*. Il Gruppo ha dunque fissato cinque obiettivi, di cui tre direttamente relativi al rendere sostenibili interi settori (banche, mercato obbligazionario, investitori istituzionali) e due cd. *cross-cutting* e, cioè, validi per tutto il settore finanziario: La *risk analysis* e la misurazione dei progressi.

Dei cinque obiettivi, lo sforzo maggiore è stato speso proprio nell'analisi del rischio. Da qui hanno avuto origine i lavori sul cd. Environmental Risk Assessment (ERA), in cui il Gruppo ha cercato di far frutto delle esperienze di attori globali del settore pubblico e privato, per trarne delle conclusioni universalmente valide. L'esigenza di considerare il rischio ambientale è sicuramente crescente tra gli operatori, ma non può essere ancora considerata sistematica, in ragione del fatto che la conoscenza in materia di rischio ambientale e l'assenza di dati certi rendono più difficoltoso l'apprezzamento del rischio, anche a causa della sensibilità dei dati nelle istituzioni finanziarie<sup>58</sup>.

---

<sup>56</sup> European Central Bank Banking Supervision, “Risk Assessment for 2020” - Key Risk Drivers, 2019.

<sup>57</sup> Dal 2018, il Gruppo ha modificato il proprio nome in Sustainable Finance Study Group (o SFSG), il quale prosegue nel lavoro del predecessore, ma ha anche ulteriori deleghe, principalmente nell'ambito sociale.

<sup>58</sup> G20 GFSG, “GFSG Green Finance Synthesis Report 2017”, Luglio 2017.



Nel considerare il rischio ambientale, occorre distinguere due tipologie di rischio:

- Rischio **fisico** ('physical risk'), ovvero il rischio diretto che un fenomeno ambientale possa influenzare il valore di un asset (ad esempio incendi, alluvioni, terremoti ecc.)
- Rischio di **transizione** ('transition risk'), relativo invece al rischio che l'asset venga intaccato da azioni politiche volte a contrastare e/o mitigare il cambiamento climatico.<sup>59</sup>

Esempi virtuosi in tal senso nel settore bancario sono stati riscontrati in diversi Paesi. Si riportano alcuni esempi:

- In Cina, degna di nota è l'esperienza della ICBC (Industrial and Commercial Bank of China), che ha sviluppato uno *stress-test* che permette di valutare il rating creditizio dei propri clienti operanti nel settore dell'energia termica e del cemento. Ai prospetti finanziari interni sul settore sono stati aggiunti dei possibili risvolti derivanti dalle politiche del governo in tema ambientale. Il governo cinese ha, infatti, avviato una *timetable* molto dettagliata sulle politiche da introdurre, il che ha sicuramente agevolato la valutazione del rischio da parte della banca.
- Un simile approccio è stato adottato nella costruzione di un modello che permetta di considerare l'impatto che la siccità potrebbe avere per le aziende in alcuni paesi (Brasile, Cina, Messico e USA) e, di conseguenza, per i portafogli delle banche<sup>60</sup>.
- In Canada, uno studio<sup>61</sup> ha dimostrato come, già nel 2012, le principali banche del sistema finanziario canadese, considerato il più stabile ed efficiente al mondo<sup>62</sup>, avessero all'interno dei sistemi di valutazione del rischio ambientale, ancorché a diversi livelli di sofisticazione.

Il problema comune a questi esempi è che l'ERA è ancora lontano dall'essere considerato sistematicamente e in maniera integrata nei processi bancari. Il rischio ambientale viene spesso valutato solamente per le attività considerate più a rischio, mentre, perché il portafoglio possa

---

<sup>59</sup> Vari esperti in ausilio al G20 GFSG, "Enhancing Environmental Risk Assessment in Financial Decision-Making", luglio 2017.

<sup>60</sup> Il modello è stato sviluppato da una partnership tra la Natural Capital Finance Alliance (NCFA), GIZ (Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit), RMS (società operante nel settore del *risk modeling*) e diversi attori finanziari.

<sup>61</sup> WEBER, "Environmental Credit Risk Management in Banks and Financial Service Institutions", Business Strategy and the Environment, Maggio 2012.

<sup>62</sup> La classifica dei settori bancari più stabili viene stilata annualmente dal World Economic Forum. Il sistema bancario canadese negli ultimi 100 anni ha visto fallire due piccole banche regionali, e non ha sofferto nessun fallimento nella Grande Depressione degli anni '30.

dirsi sufficientemente coperto dal rischio ambientale, occorrerebbe sottoporre ogni nuova richiesta di finanziamento (o, comunque, ogni asset) ad uno *stress-test*. Un report<sup>63</sup> del Network for Greening the Financial System descrive i rischi (diretti, ma per lo più indiretti) connessi al clima a cui un'istituzione finanziaria è sottoposta, come nuove fonti di rischio che, attraverso canali di trasmissione micro- e macroeconomici, impattano sui rischi “tradizionali”: di credito, di mercato, di liquidità ecc.

Diverso è, invece, il caso che si vedrà nell'ambito del capitolo 2, con il progetto in Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop. Il progetto, come si vedrà, prevedeva l'introduzione di un nuovo finanziamento con tasso d'interesse positivamente correlato all'impatto ambientale dell'intervento finanziato. In questo caso, però, si è fuori dalla logica della copertura dal rischio ambientale, in quanto il prodotto viene proposto in funzione agevolativa. Si tratta di un momento successivo: il finanziamento, infatti, viene concesso ad imprese che vogliono intervenire sulla mitigazione e sull'adattamento al cambiamento climatico, rispettano determinati requisiti e sono, dunque, intrinsecamente (in linea generale) avulse dal rischio ambientale.

Un esempio virtuoso in Italia è rappresentato da un modello statistico proprietario ideato da Etica Sgr, società di gestione del risparmio del Gruppo Banca Etica. Il modello, chiamato Rischio ESG, permette di calcolare il rischio derivante da fattori ESG che possano potenzialmente impattare le performance di un titolo nel portafoglio. Ad ogni azienda o Paese rappresentate da titoli nel fondo, viene assegnato un punteggio ESG, che è più alto maggiore è l'attenzione alle tematiche ESG. In questo modo, il fondo ha potuto calcolare una prima metrica rappresentante il rischio ESG del portafoglio, e confrontarlo con il rischio finanziario, calcolato con il Value At Risk (VaR)<sup>64</sup> non diversificato, tra i più comuni indici utilizzati nell'ambito del Risk Management. Lo studio ha rilevato che esiste una certa correlazione tra le due tipologie di rischio; le attività (o gli Stati) a cui è associato un rischio finanziario più basso, sono generalmente anche più “sicure” dal punto di vista ambientale e sociale. Lo studio ha, inoltre, constatato che alcuni fattori, tutti derivanti dalla grandezza ed espansione dell'attività, incidono in positiva correlazione con un minor rischio ESG. Attività con elevato valore di mercato riescono, secondo lo studio, a stabilire strutture di governance più efficienti, demandando il

---

<sup>63</sup> Network for Greening the Financial System, “Overview of Environmental Risk Analysis by Financial Institutions”, Settembre 2020.

<sup>64</sup> Il Value at Risk è uno delle metriche tradizionali utilizzate per il calcolo del rischio finanziario di un portafoglio. Rappresenta la perdita potenziale massima che si può contrarre in un determinato periodo di tempo entro un certo intervallo di confidenza (generalmente 95% o 99%).

processo decisionale a soggetti competenti. Inoltre, nelle aziende globalizzate e digitalizzate, minore è l'impatto del rischio Paese<sup>65</sup>.

I vantaggi del modello sono chiari: è scalabile, relativamente semplice, potenzialmente sistematico e applicabile a tutti i titoli detenuti in portafoglio. Il successo della metrica, tuttavia, dipende dalla qualità delle informazioni ottenute riguardo all'azienda o al Paese in cui si detiene il titolo. Il modello non è poi da considerarsi un punto di arrivo, bensì un ottimo punto di partenza nell'integrazione del rischio ESG nei portafogli di Sgr, società di asset management e banche.

Una completa integrazione si avrebbe solo nel momento in cui le aziende, almeno quelle di dimensioni ed importanza rilevanti, predispongano annualmente una dichiarazione non finanziaria, accanto al tradizionale bilancio d'esercizio, in cui vengano esposti, secondo metriche universali, gli impatti dell'azienda dal punto di vista ESG.

L'attenzione delle istituzioni sul tema ha avuto inizio, anche in questo caso, dall'Accordo di Parigi del 2015. A dicembre di quell'anno, il Financial Stability Board (FSB)<sup>66</sup> ha istituito una Task Force con l'incarico di creare uno standard su cui le aziende potessero basarsi per rendicontare le proprie performance finanziarie relative al clima. Nel final report, pubblicato nel 2017, la Task Force ha proposto delle linee guida valide per tutti i settori. Interessante è la logica utilizzata, in quanto non sono stati considerati solamente i rischi (suddivisi anche qui in fisici e di transizione) ma anche le opportunità<sup>67</sup> derivanti da una maggiore considerazione dei fattori ambientali nel proprio business, tramite esempi di impatti e indicazioni su analisi di scenario.

---

<sup>65</sup> Fonti: Etica Sgr, "Rischio ESG, nuova frontiera nelle strategie di investimento", dal sito web del Fondo.

Forum per la Finanza Sostenibile, "L'Unione Europea e la Finanza Sostenibile: Impatti e prospettive per il mercato italiano", pagg. 53-54;

<sup>66</sup> Istituito a seguito del G20 di aprile 2009, il compito del Board è conferire pareri e raccomandazioni riguardanti il mondo finanziario. Ne fanno parte le economie del G20, la Commissione Europea, e i membri del predecessore, il Financial Stability Forum. Fonte: Sito web del FSB.

<sup>67</sup> Esempi di opportunità: Utilizzo efficiente di risorse, utilizzo di fonti di energia rinnovabile a basso costo, sfruttamento del cambiamento di preferenze nei consumatori, sviluppo in nuovi mercati, resilienza ai cambiamenti climatici.

Fonte: TCFD, "Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures", Final Report, Luglio 2017.

In Europa, è tuttora in vigore la Direttiva 2014/95/EU<sup>68</sup> (anche nota come Non-Financial Reporting Directive o NFRD), concernente l'obbligo di comunicazione non-finanziaria in capo ad alcuni soggetti rilevanti per dimensioni e settore<sup>69</sup>. Come previsto dalla Direttiva, nel 2017 la Commissione ha pubblicato una comunicazione<sup>70</sup> contenente una serie di indicazioni non obbligatorie (da qui la denominazione di Non-Binding Guidelines o NBGs) per tentare di uniformare la rendicontazione tra i diversi soggetti e settori sottostanti alla NFRD. Queste raccomandazioni sono state create coerentemente con quanto già proposto dal Financial Stability Board, di cui la stessa Commissione fa parte, e prevede sei principi chiave per una buona rendicontazione non-finanziaria, che deve essere

1. Materiale;
2. Equa, bilanciata e comprensibile;
3. Comprensiva ma concisa;
4. Strategica e *forward-looking*;
5. Orientata agli *stakeholder*;
6. Coerente.

Nel giugno 2018, come si è visto nella prima parte di questo capitolo, la Commissione ha costituito un gruppo di esperti (TEG on Sustainable Finance), a cui è stato assegnato un lavoro di ricerca su quattro temi di finanza sostenibile. Uno di questi quattro riguardava proprio la creazione di una guida per migliorare le rendicontazioni non finanziarie delle aziende, rivedendo quanto proposto nelle NBGs. Sul tema della Non-Financial Disclosure non ci si dilungherà ulteriormente, ma si ritiene comunque utile rivedere lo stato attuale degli obblighi e/o delle raccomandazioni alle aziende sul tema. Attualmente, le raccomandazioni della Commissione (NBGs) e del Financial Stability Board (TCFD), oltre che ovviamente la Direttiva principale, sono valide ed in vigore. A queste si aggiunge una comunicazione supplementare

---

<sup>68</sup> Direttiva 2014/95/EU Del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, “amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups”.

<sup>69</sup> Si tratta di soggetti di pubblico interesse (Public Interest Entities, o PIE), di cui fanno parte intermediari finanziari ed assicurativi, ma anche soggetti non provenienti dal settore finanziario, con capitale di rischio e/o di debito quotato, e con un numero di dipendenti superiore a 500 (in alcuni Stati Membri la soglia è stata portata a 250).

<sup>70</sup> Comunicazione 2017/C 215/01 della Commissione Europea, “Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information)”.

redatta dalla Commissione nel 2019 sulla base delle indicazioni del TEG<sup>71</sup>. Anche in questo caso si tratta di una comunicazione *non-binding*, perciò i soggetti possono presentare le proprie comunicazioni seguendo le raccomandazioni in maniera autonoma, purché venga rispettato quanto previsto dalla normativa comunitaria e nazionale vigente.

### **1.3.2.1 I Prodotti lato imprese<sup>72</sup>: i Green Bonds**

Il progetto di cui si tratterà nel prossimo capitolo riguarda l'introduzione di un finanziamento bancario di debito per imprese, specificatamente diretto ad interventi che generino per l'impresa una migliore performance ambientale. Il prodotto è dunque assimilabile ad un "green loan"<sup>73</sup>, in quanto è la banca a prestare denaro all'impresa, fermi restando i vincoli d'uso dei fondi. Ma per comprendere le caratteristiche che un prestito deve possedere per poter essere etichettato come *green*, è necessario guardare prima a un altro prodotto finanziario di debito, di gran lunga più normato e approfondito da organizzazioni internazionali e dottrina: le obbligazioni verdi, meglio note come *Green Bonds*.

Sulla definizione di obbligazione non ci si soffermerà. Si ritiene, però, necessario, elencare alcune caratteristiche in relazione alle due tipologie di prestito.

- Entrambe le tipologie (obbligazioni e prestiti) sono strumenti finanziari di debito, e come tali prevedono per loro natura il rimborso del capitale prestato.
- Nella loro forma più comune (*coupon bond*), le obbligazioni prevedono il pagamento periodico dei soli interessi in misura fissa<sup>74</sup> (le cedole, o, appunto, *coupon*), mentre il pagamento del *principal* è previsto interamente alla scadenza dell'obbligazione stessa.

---

<sup>71</sup> EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, "Report on Climate-related Disclosures", gennaio 2019.

<sup>72</sup> Il titolo di questo paragrafo ("I Prodotti lato imprese: i Green Bonds"), in antitesi con il successivo, riguardante invece i prodotti lato banche (Green Loans), si riferisce a tutte le tipologie di imprese ed enti: sono dunque inclusi gli enti pubblici, enti privati ma anche le stesse banche: come si avrà modo di osservare, anche alcuni istituti bancari hanno ottenuto provviste di denaro tramite Green Bonds, volte a finanziare iniziative *green*, tramite Green Loans.

<sup>73</sup> Il prodotto non è stato ancora sottoposto e revisionato sulla base dei Green Loan Principles redatti dal Loan Market Association, i quali verranno analizzati in seguito.

<sup>74</sup> Da qui la denominazione inglese "Fixed-Income Securities", in contrapposizione ai titoli azionari, il cui rendimento non è fisso e predeterminato.

- Mentre i prestiti in denaro sono, perlomeno in genere, concessi da istituzioni finanziarie, le obbligazioni sono titoli di debito emessi da ogni tipologia di impresa privata ed ente pubblico, idonei, per la loro struttura, al reperimento di risorse nei mercati finanziari<sup>75</sup>.

Nel 2007, la Banca Europea per gli Investimenti ha emesso la prima obbligazione destinata a progetti green. Al momento in cui si scrive (gennaio 2020), i “Climate Awareness Bonds” emessi dalla BEI hanno raggiunto un volume di €33,7 mld, con emissioni in 17 valute e un totale di 34 emissioni non ancora maturate<sup>76</sup>.

Nell’ultimo decennio, la spinta nella domanda e nell’offerta di titoli verdi, ha spinto diverse organizzazioni internazionali a lavorare su uno standard che potesse dare certezze agli investitori riguardo questi strumenti, senza, però, arrivare ad un modello con valenza normativa. Attualmente, in attesa dei lavori conclusivi della Commissione Europea sul tema, il framework maggiormente riconosciuto a livello mondiale è rappresentato dai Green Bond Principles (GBP), definiti dalla International Capital Market Association (ICMA). I principi sono strutturati in quattro aree: Uso dei Proventi, Procedimento di Valutazione e Selezione dei Progetti, Gestione dei Proventi, Rendicontazione<sup>77</sup>. Un Green Bond, come definito dalla stessa ICMA, è uno strumento obbligazionario di qualsiasi tipo, i cui proventi vengono utilizzati esclusivamente per finanziare o rifinanziare progetti idonei (Green Projects, *rinvio*) e le cui modalità di emissione siano conformi agli standard sulle quattro aree già accennate, e che verranno ora meglio approfondite.

### **1. Uso dei Proventi**

È un aspetto cruciale della creazione ed emissione di green bonds. Un’obbligazione non può dirsi, infatti, *green* se il progetto che finanzia non lo è. I GBP non si soffermano sulla definizione delle attività idonee, ma, dopo un elenco non esaustivo di possibili *Green Projects*, rimanda a quanto previsto localmente in tema di tassonomia delle attività sostenibili. L’Unione Europea, come si è visto nella prima parte di questo capitolo, è sicuramente tra le istituzioni all’avanguardia in materia.

### **2. Valutazione e Selezione dei Progetti**

---

<sup>75</sup> In Italia, le obbligazioni sono scambiate sul MOT (“Mercato Obbligazionario Italiano”) di Borsa Italiana.

<sup>76</sup> Fonte: sito internet della Banca Europea per gli Investimenti.

<sup>77</sup> Traduzione personale dall’inglese. ICMA, “Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds”, Giugno 2017.

L'idoneità di un Green Bond dipende soprattutto dalla trasparenza. I GBP non sono uno standard obbligatorio, bensì un insieme di raccomandazioni agli emittenti per formare e informare il mercato delle obbligazioni verdi. Ai fini dell'emissione, l'emittente dovrebbe comunicare in modo chiaro gli obiettivi ambientali e i processi di valutazione dei progetti, oltre ad eventuali rischi che potrebbero intaccare la bontà dei progetti finanziati. Inoltre, l'ICMA consiglia di sottoporre i processi di valutazione e selezione dei progetti ad un organo revisore esterno.

### **3. Gestione dei Proventi**

Il terzo requisito prevede che i proventi debbano essere gestiti, per tutta la durata dell'obbligazione, su un conto separato, o comunque non confusi con le altre disponibilità. Inoltre, laddove l'emittente non utilizzi interamente i proventi, dovrebbe rendicontare come intende collocare i proventi temporaneamente non investiti nell'attività.

### **4. Rendicontazione**

Fino al completo utilizzo dei proventi, l'emittente dovrebbe mantenere un report aggiornato almeno una volta all'anno, contenente i progetti via via finanziati, con gli importi spesi e l'impatto potenziale.

Come accennato, la Commissione Europea è al lavoro per la creazione di propri standard sui Green Bond (EU - GBS). Parte del mandato del Technical Expert Group prevedeva proprio la stesura di proposte e raccomandazioni in tal senso. Nel Giugno 2019, il TEG ha presentato il report nella sua versione finale<sup>78</sup>, in cui viene proposto di rendere obbligatori molti dei requisiti che nei GBP erano solo volontari. Inoltre, altro grande passo in avanti, è la stretta connessione tra gli EU – GBS e la Tassonomia, che permette una più chiara definizione delle attività finanziabili, fermi restando i vincoli posti dalla stessa Tassonomia, quindi sul Do-No-Substantial-Harm e sui Social Safeguards.

L'intenzione del TEG che emerge nel report, è di mantenere l'adozione degli EU – GBS come facoltativa, lasciando completa libertà agli emittenti sui principi da seguire. Nel momento in cui, però, si scelga di sottostare agli EU – GBS, sarà necessario sottoporsi al vaglio di organizzazioni accreditate e gestiti da un organo europeo (individuato dal TEG nell'European Securities and Market Authority (ESMA)).

---

<sup>78</sup> Technical Expert Group on Sustainable Finance, "TEG Report: Proposal for an EU Green Bond Standard", Giugno 2019.

La *palla* passa ora alla Commissione Europea, dalla quale si attende nei primi mesi del 2021 una decisione sul se e come portare avanti gli Standard.

Nel frattempo, la domanda globale di Green Bonds (allineati con i principi e standard già in essere) continua a crescere, e conosce, nel terzo trimestre del 2020, il secondo per volumi di emissioni nella loro storia (\$69,4 mld)<sup>79</sup>. L'Italia si classifica al 15esimo posto per volume di emissioni nei primi nove mesi del 2020, con una raccolta totale di circa \$3mld. A differenza di Paesi come la Germania o gli Stati Uniti, in cui Green Bonds sono emessi da aziende anche provenienti da settori industriali (Daimler, Volkswagen e Coca Cola nel 2020), in Italia il mercato è dominato da aziende del settore energetico, e soprattutto da banche, con recenti emissioni da parte di Intesa Sanpaolo e Mediobanca.

- Intesa Sanpaolo.

Prima banca italiana ad emettere, nel 2017, un Green Bond a scadenza quinquennale (€500m, volti a (ri)finanziare progetti per interventi in energie rinnovabili ed efficienza energetica), ISP ha pubblicato nel 2020 il suo terzo Report<sup>80</sup> annuale su questa prima emissione, oltre al primo Report<sup>81</sup> sul Green Bond 2025 collocato nel 2019 per un importo di €750m diretto ad iniziative di economia circolare. Entrambe le collocazioni hanno avuto un buon successo, ottenendo in entrambi i casi ordini per un importo quadruplo da investitori istituzionali europei.

- Mediobanca

Mediobanca ha emesso nel 2020 il primo Green Bond della sua storia, per importo pari a €500m, con scadenza a 7 anni e cedola annua all'1%, ottenendo una domanda per €3,5mld. Con questa emissione, volta a rifinanziare interventi Green finanziati nel periodo 2017-2020, il Gruppo ha testato il neo-redatto framework per Green e Sustainable Bonds interno<sup>82</sup>.

I framework dei Green Bonds redatti dai due istituti sono molto simili, strutturati seguendo lo stesso schema dei Green Bond Principles. In attesa dei primi risultati d'impatto da Mediobanca (anche se, in realtà, trattandosi esclusivamente di rifinanziamenti, i progetti da finanziare dovrebbero essere già stati individuati), ISP ha già acquisito una certa esperienza nella

---

<sup>79</sup> Climate Bond Initiative, "Green Bond Market: Summary Q3 2020", November 2020.

<sup>80</sup> Intesa Sanpaolo, "Green Bond Report 2020", Giugno 2020.

<sup>81</sup> Intesa Sanpaolo, "Green Bond Focused on Circular Economy Report", Dicembre 2020.

<sup>82</sup> Mediobanca Group, "Green and Sustainable Bond Framework: Inaugural Green Bond Transaction", Agosto 2020.



reportistica di questo tipo, riuscendo a riportare esempi di progetti già realizzati grazie al finanziamento.

- Emissioni di Titoli di Stato Green

Dopo l'emissione *monstre* da parte dello Stato francese di un Oat *green* di 22 miliardi di € (a partire da una offerta iniziale di €7 mld), anche per lo Stato italiano sembra avvicinarsi il momento della propria "IPO" nel mercato dei Green Bond. All'emissione del primo BTP green si sta lavorando già da tempo, e il MEF prevede che il Buono possa essere emesso nel primo trimestre del 2021. L'importo non è ancora noto, mentre si conoscono già i settori in cui i fondi saranno canalizzati (probabile anche il rifinanziamento del "Superbonus" del 110% destinato all'efficienza energetica degli immobili).

- ❖ **Lato Banche: I Green Loans**

I Green Loans (o prestiti *verdi*) sono un'ulteriore categoria di strumenti finanziari di debito, che non prevedono, al contrario del prestito obbligazionario, il ricorso al mercato dei capitali, bensì si risolvono nella relazione tra l'impresa richiedente ed un intermediario finanziario, generalmente un istituto bancario<sup>83</sup>. Per questa tipologia di prodotti, la regolamentazione (legislativa e non) non ha avuto la stessa copertura, probabilmente per due motivi:

- Minore esposizione al mercato retail, quindi minore necessità di impostare dei principi rigidi di rendicontazione.
- Moltissimi dei prestiti bancari rivolti a progetti di sostenibilità ambientale, specialmente rivolti ai privati, fanno parte di programmi più ampi promossi e agevolati da enti pubblici e governativi.

Ad ogni modo, occorre riportare la presenza di una serie di principi (denominati Green Loan Principles, in seguito anche "GLP"), questa volta promossi dalla Loan Market Association (LMA). I principi sono costruiti sugli stessi quattro punti su cui sono stati strutturati i GBP dall'ICMA ("Uso dei Proventi", "Processo di Valutazione e Selezione dei Progetti", "Gestione dei Proventi", "Rendicontazione"), perciò non verranno ulteriormente analizzati. Interessante è, invece, soffermarsi sulle tipologie di prestito ammesse: i principi comprendono "qualsiasi tipo di prestito", includendo esplicitamente, con qualche considerazione aggiuntiva, gli affidamenti bancari. Sui fidi, i GLP pongono dei dubbi sulla tracciabilità dei proventi, che, come si è visto, devono essere mantenuti in un conto separato o comunque devono poter essere tracciati in maniera dettagliata. Nel testo non vengono proposte delle soluzioni, lasciando

---

<sup>83</sup> Molto meno rilevante è il ruolo ricoperto in questo mercato dai collocatori privati di debito (cd. *private debt*).

sostanziale libertà alle due parti contraenti. Viene però fortemente raccomandato a chi presta di rivolgersi ad esperti esterni, qualora le competenze interne non siano sufficienti a monitorare l'utilizzo dei proventi dal prestito da parte dell'impresa<sup>84</sup>.

È interessante ora comprendere la relazione tra Green Bonds e Green Loans, e, in particolare, il ruolo svolto dalle banche, ancora una volta al centro del sistema finanziario italiano. E proprio il ruolo e l'importanza che gli intermediari ricoprono nel mercato dei Green Bond rischiano di snaturare e limitare il prodotto, originato e pensato principalmente per le imprese non finanziarie come alternative ai Green Loans. Un'impresa medio-piccola, infatti, potrebbe preferire un prestito non obbligazionario già offerto dalla propria banca di riferimento, piuttosto che emettere sul mercato (anche su ExtraMOT PRO3, il segmento del mercato obbligazionario di Borsa Italiana per le PMI) un proprio Green Bond, dovendo implementare più dettagliati processi interni di contabilità non finanziaria e un sistema di reportistica per ottenere la certificazione. Il rischio di un freno alla crescita del mercato dei Green Bond aumenta anche in considerazione dell'attuale mix finanziario delle imprese non finanziarie italiane. Le banche costituiscono storicamente il principale canale di finanziamento delle (sottocapitalizzate) PMI italiane: nel 2019, i debiti bancari delle imprese non finanziarie italiane costituivano il 60% del totale debiti finanziari, contro il 13% delle obbligazioni<sup>85</sup> (dato comunque in aumento nell'ultimo decennio).

Nell'illustrazione di cui *infra*, sono illustrate per semplicità le due possibili casistiche di finanziamento tramite Green Bonds. La prima (schema "A") vede le banche al centro dell'operazione, le quali fungono da meri intermediari tra i proventi ottenuti dai green bonds e il progetto sostenibile dell'impresa da finanziare (dato che, *ça va sans dire*, le banche non riescono di per sé ad avanzare progetti di sostenibilità di impatto rilevante). Nel secondo caso, invece, l'impresa si rivolge al mercato in modo diretto, mentre la banca svolge principalmente attività di *investment banking*.

---

<sup>84</sup> Loan Market Association et al., "Green Loan Principles", Maggio 2020.

<sup>85</sup> Intervento del Governatore della Banca d'Italia, "La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive, 13 Febbraio 2019, Baffi Carefin Bocconi – Equita - Sesta conferenza su: "The Italian Corporate Bond Market: What's Happening to the Capital Structure of Italian Non-Financial Companies?".

È dunque lecito domandarsi quali possano essere i motivi che portano le banche ad indebitarsi tramite Green Bonds. Ciò che sembra certo, comunque, è che il ricorso al mercato obbligazionario verde non derivi da un risparmio nel costo del debito. Numerosi studi hanno dimostrato che la differenza di prezzo tra obbligazioni green e comuni, ove presente, non è evidente. Il vantaggio economico risiede principalmente nella possibilità di diversificare la propria base di investitori e ottenere una maggiore domanda per i propri titoli di debito. Quello del costo del debito, tra l'altro, non è un problema per gli istituti bancari, i quali hanno facile accesso a capitali quasi a costo zero. Il ricorso al mercato green da parte delle banche, quindi, sembra esclusivamente dovuto a intenzioni non-finanziarie, con i proventi utilizzati in buona parte per il rifinanziamento di progetti già approvati ed avviati.

In questo primo capitolo sono stati passati in rassegna i principali framework nazionali, comunitari ed internazionali concernenti l'eticità e la sostenibilità degli intermediari finanziari nel proprio *core business*. Sono stati poi analizzati e commentati i requisiti che una banca etica deve possedere per essere considerata tale, e i prodotti finanziari sostenibili, bancari e non, e il ruolo assunto dalla banca. Si conclude quindi la sezione relativa ai Temi di finanza sostenibile per preparare la strada al progetto svolto in Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop., che apre, invece, la sezione relativa alle Applicazioni di finanza sostenibile.

## 2. Applicazioni di Finanza Sostenibile: Progetto in Banca della Marca.

- 2.1 Executive Summary
- 2.2 La banca: Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop.
- 2.3 Il prodotto: Logiche ed Operatività
  - 2.3.1 Caratteristiche del Prodotto
  - 2.3.2 Criteri di Calcolo dello sconto
  - 2.3.3 Rischi e Criticità
- 2.4 Documentazione e Modello di Calcolo
  - 2.4.1 Questionario
  - 2.4.2 Modello di Calcolo
  - 2.4.3 Le Funzioni del Modello
  - 2.4.4 Foglio di Inserimento Dati

In questo capitolo si riporteranno i risultati del lavoro svolto presso Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop. (in seguito, anche “Banca” o “Banca della Marca”), ripercorrendo le fasi che dall’ideazione hanno portato all’approvazione del progetto in Consiglio di Amministrazione. Il prodotto, denominato “Green New Deal”, è attualmente in fase di *testing* da parte della Banca.

### 2.1 Executive Summary

#### ❖ Il Finanziamento:

Il Finanziamento Corporate “Green New Deal” è un prodotto offerto da Banca della Marca, diretto a finanziare o rifinanziare progetti con impatto positivo per l’ambiente promossi da aziende residenti nelle province italiane servite dalla Banca (Treviso, Pordenone, Venezia).

#### ❖ Operatività:

La peculiarità del prodotto finanziario offerto è il collegamento tra il costo del finanziamento per l’azienda e l’impatto positivo dell’intervento programmato: maggiore l’impatto ambientale positivo del progetto, minore il tasso d’interesse. In base a parametri ambientali assoluti e relativi (alla performance ambientale passata dell’azienda), un algoritmo calcola la “classe di rating ambientale” dell’azienda, con il relativo sconto sul tasso spettante. Lo sconto

massimo ottenibile è pari al 25% del tasso di interesse che la banca avrebbe concesso al cliente in condizioni normali, al netto di un'ulteriore riduzione del tasso già concessa dalla banca indipendentemente dalla performance ambientale dell'azienda.

I parametri riguardano tre aree d'impatto ambientale e un'area relativa a variabili qualitative dell'azienda (certificazioni ambientali, EMAS ecc.):

1. Installazione di un nuovo impianto di produzione di energia elettrica;
2. Interventi volti a ridurre o riutilizzare gli scarti o ad aumentare la sostenibilità ambientale degli approvvigionamenti (Economia Circolare);
3. Interventi che permettano una riduzione nei consumi di energia elettrica (Efficientamento Energetico);
4. Possesso di certificazioni ambientali, adesione ad enti promotori di sostenibilità ambientale, buona performance ambientale passata.

Nuovo impianto di produzione di energia

Economia Circolare

Efficientamento Energetico

Variabili Qualitative

#### ❖ **Novità e Innovazioni:**

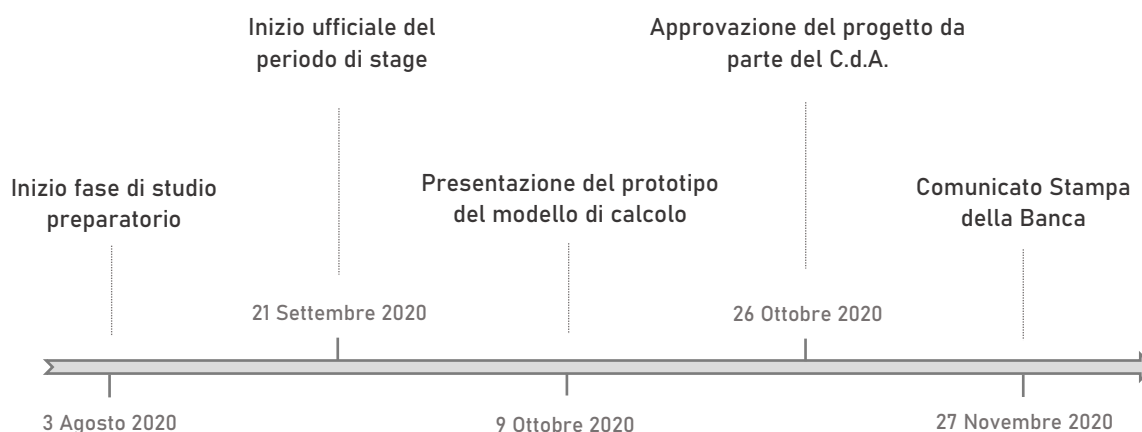
Negli ultimi anni, il tema dei prestiti verdi ("Green Loans") sta attirando sempre più attenzione dagli addetti ai lavori. Diverse sono stati i modelli proposti dalle banche commerciali per considerare il rischio ambientale nella concessione di finanziamenti. Il modello proposto da

€20mln

*Figura 3: è l'ammontare della provvista destinata da Banca della Marca ai finanziamenti green idonei.*

Banca della Marca propone, nella sua semplicità operativa, un approccio innovativo che si fonda su un concetto simile ma differente: al calcolo puntuale del rischio ambientale relativo a ciascun cliente, che comporta evidenti costi di due diligence, si sostituisce qui un calcolo basato su parametri quanto più possibile oggettivi, uno sconto sul tasso di interesse: in questo modo la *compliance* (o, quantomeno, l'impegno) dell'impresa sui temi ambientali è verificato implicitamente. Inoltre, la struttura del modello è idonea ad essere utilizzata su grandi numeri di finanziamenti richiesti. Una volta consolidati i parametri e verificatane la coerenza, infatti, gli oneri formali in capo alla Banca sono ridotti al minimo, in quanto gran parte delle informazioni sono richieste in maniera strutturata all'azienda richiedente.

## ❖ Timeline



## 2.2 Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop

### ❖ Storia

La storia centenaria delle Banche di Credito Cooperativo ha origine dall'intenzione, di derivazione cattolica, di contrastare l'usura che stava dilagando durante la crisi agraria della fine del 1800. Le prime BCC, con il nome di Casse Rurali e Artigiane, nascono in Italia a partire dal 1883, sulla falsariga dell'idea di fare banca sviluppata in Germania da Federico Guglielmo Raiffeisen<sup>86</sup>. Proprio in questi anni, e per le stesse intenzioni, ha inizio, ad Orsago (TV), l'attività della BCC Banca della Marca. La denominazione (Banca della Marca Credito Cooperativo) e la struttura attuali hanno, però, origine solo nel 2001, con la fusione tra due storiche BCC: quelle di Orsago e di Altamarca (Vidor), che ha permesso all'istituto di avere un'ampia copertura nella provincia di Treviso. Negli ultimi anni, il territorio di competenza si è ulteriormente ampliato, grazie alla fusione con la BCC di Marcon – Venezia. Ad oggi, la Banca conta 49 filiali, distribuite principalmente nel territorio della provincia di Treviso, e mantiene l'*headquarters* nella sede originaria di Orsago.

---

<sup>86</sup> Per approfondimenti sulla storia delle BCC: CARRETTA, "Il Credito Cooperativo: storia, diritto, economia, organizzazione", Il Mulino, 2012.



Figura 4: Distribuzione delle filiali di Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop.

In seguito alla riforma del Credito Cooperativo<sup>87</sup>, Banca della Marca ha aderito al Gruppo Bancario Cooperativo Iccrea, gruppo che, nel complesso, conta circa 800 mila soci ed un attivo superiore a 150 miliardi di €<sup>88</sup>.

#### ❖ Bilancio Economico – Finanziario<sup>89</sup>

Banca della Marca è, per numero di filiali (49) e per totale attivo gestito (2,8 miliardi di € al 31 dicembre 2019), tra i primi 100 istituti bancari italiani<sup>90</sup>.

Il 2019 è stato, per la Banca, dal punto di vista reddituale, superiore alle aspettative. L'esercizio è stato chiuso con un risultato positivo pari a €16.065.549, il miglior risultato della propria storia, sebbene sia stato influenzato (positivamente e negativamente) da eventi straordinari, ancorché ricorrenti.

Nel primo semestre del 2020, il trend relativo al margine di intermediazione è rimasto sostanzialmente in linea con quello del primo semestre dell'anno precedente, anche se leggermente in flessione (-4%).

<sup>87</sup> L'istituto del Gruppo Bancario Cooperativo è stato introdotto nel TUB tramite il D.L. 18/2016, convertito con legge 49/2016. Le ragioni della riforma sono principalmente di consolidamento e stabilità del settore delle BCC. La novità più rilevante è certamente la costituzione della Capogruppo e il rapporto di questa con le BCC affiliate, basato su un "contratto di coesione", in cui le BCC si sottopongono ai poteri di direzione e coordinamento della capogruppo. La solidità dei gruppi è assicurata sia da accordi di garanzie solidali tra le diverse BCC del gruppo, ma anche dall'eventuale ricorso della Capogruppo al mercato dei capitali, che sarebbe altrimenti difficoltoso per BCC di dimensioni più contenute. Per approfondimenti: Artt. 37-bis e 37-ter TUB; Circolare n.285 della Banca d'Italia – "Disposizioni di Vigilanza per le Banche".

<sup>88</sup> Fonte: Gruppo Bancario Cooperativo Iccrea, "Relazioni e Bilancio Intermedio Consolidato e Individuale al 30 giugno 2020".

<sup>89</sup> Fonte dati: Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop., "Relazioni e Bilancio 2019".

<sup>90</sup> La Banca è entrata anche a far parte dell'elenco degli istituti bancari significativi sottoposti alla vigilanza bancaria europea.

Dal punto di vista patrimoniale, si denota una forte propensione alle attività bancarie storiche, caratteristica peculiare delle banche etiche e sostenibili, come si è visto nel capitolo precedente. I crediti verso la clientela hanno rappresentato (nel 2019) il 57,68% del totale attivo della Banca, un indice superiore alla media nel settore del Credito Cooperativo, pari al 54%.

Per quanto riguarda le fonti di finanziamento, le passività sono rappresentate per l'83,81% da depositi e conti correnti, dato di gran lunga superiore alla percentuale di raccolta diretta dalla clientela nelle banche sistemiche.

#### ❖ **Bilancio Sociale**

In Banca della Marca, ogni esercizio viene valutato, oltre che negli aspetti contabili tradizionali, anche nell'impatto generato nella società del territorio di riferimento. Come previsto nello Statuto della Banca, all'attività tradizionale di intermediazione, si accompagna il sostegno alle attività istituzionali ed associative, allo scopo di “perseguire il miglioramento delle condizioni morali, culturali ed economiche [dei Soci]”<sup>91</sup>. Nel 2019, la Banca ha finanziato 807 associazioni per un importo pari a €678.702. Più di un terzo dell'importo è stato destinato alla promozione dello Sport, tramite 250 iniziative<sup>92</sup>.

#### ❖ **Esperienza in Banca della Marca**

L'esperienza in Banca della Marca, di cui si riporteranno i risultati e gli obiettivi raggiunti, è stata permessa dalla collaborazione tra la Banca e l'Università degli Studi di Padova. Il progetto è stato svolto nell'ambito di uno stage extra-curriculare. Il lavoro è stato svolto sotto la supervisione del Prof. Alberto Lanzavecchia, tutor didattico del rapporto di stage, e con il confronto continuo con l'area Marketing della Banca, nella persona del dott. Nicola Bernardi, Direttore dell'area stessa e promotore del progetto.

## **2.3 Il Prodotto: Logiche e Operatività**

Il Progetto di Banca della Marca (in seguito “il Progetto”) ha portato alla creazione di una nuova linea di finanziamento diretta alle imprese del territorio determinate a ridurre il proprio impatto negativo sull'ambiente, con un sistema di calcolo del costo del credito che tiene conto dello sforzo e dell'impegno presente e futuro nel raggiungere quest'obiettivo da parte dell'azienda stessa. Tenendo sempre in mano la bussola rappresentata dagli Accordi di Parigi e dai SDGs, la rotta che si è voluto percorrere è quella che porta a un'economia circolare, sostitutiva di

---

<sup>91</sup> Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop., Statuto, Art. 2.

<sup>92</sup> Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop., “Bilancio Sociale 2019”.



quella lineare, a cui il mondo è oramai abituato da decenni. In particolare, come si vedrà, il focus viene posto sia a monte (e cioè sull'approvvigionamento delle risorse, sia energetiche che materiali), sia a valle (con la gestione degli scarti). Per ognuna di queste aree, è concesso un potenziale sconto sul costo del finanziamento in base alle caratteristiche, al progetto da finanziare e al *commitment* del soggetto richiedente.

Come si è visto nel capitolo precedente, i “Green Loans” sono una delle opzioni che gli intermediari finanziari (anche non puramente etici e sostenibili nel loro complesso) hanno, per rendere più *green* il proprio portafoglio crediti. Molteplici sono gli esempi di finanziamento concessi finora, anche se per lo più rivolti a privati e, molto spesso, conseguenti ad (ed agevolati da) un intervento pubblico (si veda *infra* par. 2.3 - “Benchmarking”). Ciò che frena l'espansione dei prestiti “verdi” è, tra le altre cose, la difficoltà nel creare un modello che permetta la piena inclusione di rischio e performance ambientali nel calcolo del costo del finanziamento.

Il Progetto presenta, a riguardo, delle innovazioni importanti:

- Il costo del finanziamento è inversamente proporzionale all'impatto generato dall'intervento finanziato: più “coraggioso” l'intervento, minore sarà l'interesse dovuto sul capitale prestato.
- È un prodotto esclusivamente riservato alle aziende, soggetti in genere meno agevolati dall'intervento pubblico rispetto ai privati in tema di efficientamento energetico. Inoltre, per sua natura, il finanziamento è specificatamente adatto alle Piccole e Medie Imprese (PMI), molto spesso disincentivate agli investimenti green dagli obblighi di *disclosure* previsti. Per accedere al nuovo finanziamento, infatti, l'azienda è tenuta a fornire evidenza della fattibilità e delle caratteristiche tecniche dell'intervento. Una volta completato l'intervento, l'azienda non è tenuta a redigere un bilancio d'impatto, ma è sufficiente che questa dimostri che il progetto finanziato sia stato effettivamente realizzato e sia andato a buon fine.
- Permette un calcolo del costo del finanziamento considerando in modo semplice, scalabile e semi-automatico l'impatto ambientale dell'intervento finanziato. Il modello di calcolo si basa sulle risposte date dalla stessa azienda richiedente, raccolte tramite un questionario, sul quale si rinvia nei prossimi capitoli.

## ❖ Benchmarking

Il primo step del lavoro è consistito in un'attività di benchmarking, in cui sono state comparate le condizioni contrattuali di prodotti analoghi a quello che la Banca si propone di attivare, offerti da alcuni operatori bancari operanti nel territorio nazionale. Gli istituti bancari analizzati sono stati dieci, ma solo quattro di questi sono stati ritenuti idonei ai fini della comparazione. Il requisito, oltre che caratteristica comune che lega appunto le banche a confronto, è l'offerta di un finanziamento *corporate* a medio-lungo termine (MLT) concesso per l'installazione di un nuovo impianto di produzione di energia da fonti rinnovabili, o per l'efficientamento energetico dei processi già in essere. Le banche selezionate sono quattro, di cui tre grandi banche commerciali "ordinarie", e una banca che rientra nella definizione di "banca etica" di cui al 111-bis del Testo Unico Bancario, la quale offre ai propri soci/clienti condizioni molto più vantaggiose rispetto al mercato. Nessuno dei finanziamenti considerati ha le caratteristiche di un Green Loan, né tiene conto della performance ambientale nel calcolo del costo del finanziamento. Sul mercato, il segmento dei prestiti simili a quello offerto dalla Banca non è di dimensioni significative.

I tassi riportati in tabella sono stati ricavati dai documenti di trasparenza bancaria dei relativi istituti di credito. Si tratta di spread (e quindi tassi) massimi applicabili, che non rispecchiano quindi quelli di mercato, generalmente di gran lunga minori.

Per comparare le diverse offerte nel modo più affidabile possibile, si è ritenuto opportuno prendere ad esame gli spread<sup>93</sup> massimi su tasso variabile richiesti dalle banche. Inoltre, si è

---

<sup>93</sup> Lo spread è la maggiorazione applicata ad alcuni parametri di riferimento e richiesta dalla banca in considerazione di diversi fattori, tra cui il rischio di default del cliente.

guardato al T.A.N.<sup>94</sup>, non già al T.A.E.G.<sup>95</sup>, comprendente, quest'ultimo, spese e costi imputabili al cliente e alla procedura di erogazione del credito (si vedano le definizioni *infra*). Il T.A.N., infatti, fornisce una misura che può essere messa a confronto con quella dei T.A.N. degli altri intermediari, in quanto non tiene in considerazione, come detto, di quei costi imputabili al cliente, ma soltanto delle componenti di rischio e durata, oltre ai costi relativi alla banca.

In particolare, si è guardato ad un componente del T.A.N., e cioè allo spread massimo richiesto, che corrisponde, se vogliamo, al guadagno spettante alla banca (o, in termini aziendalistici, al “fatturato”). Infine, per evitare che la presenza di garanzie collaterali possa inficiare il risultato finale del benchmarking, sono stati considerati solo finanziamenti chirografari. I risultati del







 		Finanziamento chirografario				Finanziamento ipotecario			
		Tasso Fisso		Tasso Variabile		Tasso Fisso		Tasso Variabile	
		Ordinario	Green	Ordinario	Green	Ordinario	Green	Ordinario	Green
	T.A.E.G.	7,55%	6,60%	6,64%	4,25%	5,67%	5,38%	4,24%	3,58%
	T.A.N.	6,80%	5,85%	6,13%	3,63%	5,15%	4,85%	3,88%	3,13%
	spread	6,80%	6,00%	6,80%	4,00%	5,15%	5,00%	4,25%	3,50%
	T.A.E.G.		11,92%	12,70%	11,61%		6,71%	6,97%	7,11%
	T.A.N.		9,75%	6,97%	9,34%		5,50%	5,61%	5,79%
	spread			11,50%	9,75%			6,30%	6,30%
	T.A.E.G.	14,28%	12,62%	12,89%	11,02%	6,67%	5,99%	5,93%	6,48%
	T.A.N.	11,95%	11,50%	10,57%	9,77%	5,00%	5,25%	4,24%	5,57%
	spread			10,95%	10,00%			4,50%	5,80%
	T.A.E.G.	14,42%	10,17%	10,54%	9,48%		7,55%		6,88%
	T.A.N.	13,00%	9,00%	9,50%	9,00%		6,50%		6,50%
	spread		9,00%	9,50%	9,00%		6,50%		6,50%

Figura 5: Benchmarking tra banche con prodotti simili. Tabella ripresa dal modello.

<sup>94</sup> T.A.N.= tasso d'interesse annuo da corrispondere alla banca, che non tiene però in considerazione il fattore di capitalizzazione del regime di interesse composto e di altri costi e oneri strettamente connessi al finanziamento. Per i finanziamenti a tasso variabile il T.A.N. è dato dalla somma tra lo spread e, appunto, un indicatore variabile (generalmente l'EURIBOR o l'EURIRS). L'EURIBOR (o Euro InterBank Offer Rate) è, in Europa, il più diffuso parametro su cui basare la determinazione del tasso richiesto ai clienti. In sostanza, rappresenta il tasso di interesse medio delle transazioni finanziarie in euro tra le principali banche europee. Il tasso di interesse pagato sui depositi rappresenta il costo marginale di una importante fonte di fondi per le banche. Di regola, i tassi interbancari sono legati ai tassi ufficiali determinati dalle banche centrali, dato che entrambi sono potenziali fonti di approvvigionamento per le banche. Visto da un altro punto di vista, l'intenzione delle banche centrali nello stabilire i tassi di interesse è di influenzare i tassi interbancari, dato che questi sono i tassi su cui le banche basano i tassi di deposito e di prestito (fonte: HOWELLS - BAIN, “The Economics of Money, Banking and Finance”, Pearson, 2008, (pag. 308))

<sup>95</sup> T.A.E.G.= è il tasso d'interesse annuo che il cliente dovrà effettivamente corrispondere alla banca, in quanto tiene in considerazione anche le componenti non incluse nel T.A.N.

benchmarking non hanno alcuna valenza ai fini del modello di calcolo che è stato costruito e di cui si tratterà, in quanto la definizione del range di spread verrà decisa in sede autonoma e successiva dalla Banca.

### 2.3.1 Caratteristiche del Prodotto

Il Finanziamento Corporate “Green New Deal” (in seguito “il Finanziamento”) è un credito destinato alle aziende per interventi volti a migliorare la propria performance in tre aree:

- Efficienza Energetica
- Economia Circolare
- Produzione di Energia Elettrica da fonti rinnovabili.

Il Finanziamento prevede un incentivo concesso in base al punteggio ottenuto dall’azienda in alcuni parametri. Lo sconto massimo ottenibile è pari al 25% del tasso di interesse di mercato.

Il lavoro presso la Banca è consistito nella messa a punto di un prototipo del modello di calcolo dello sconto spettante. Il processo di calcolo del punteggio verrà riportato in modo analitico nel prossimo paragrafo (2.4). In questa sezione si descriveranno le aree d’impatto in cui la Banca ha inteso focalizzarsi.

### 2.3.2 Criteri di calcolo

L’azienda richiedente il finanziamento verrà valutata in base a due criteri:

1. **Impatto Ambientale:** criterio oggettivo che considera l’impatto dell’intervento finanziato nelle tre aree già citate.
2. **Variabili Qualitative:** criterio soggettivo, basato sul possesso di certificazioni ambientali ed altri parametri.

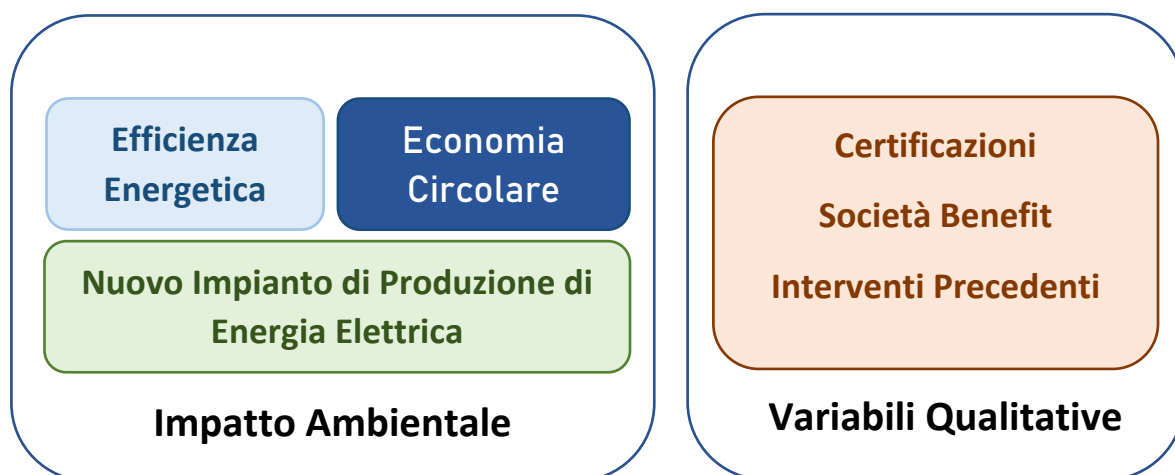


Figura 6: Aree d'impatto considerate nel modello.

Come si vedrà più in dettaglio *infra*, l’Impatto Ambientale dell’intervento potrà portare ad uno sconto massimo del 22% (vedi Tabella 1) che, moltiplicato per il punteggio ottenuto nell’area “Variabili Qualitative”, porterà (potenzialmente) ad uno sconto del 25%.

La formula dello sconto può, dunque, essere definita come:

*Sconto sul tasso d'interesse (%)*

$$= \text{Punteggio 'Impatto Ambientale'} * \text{Punteggio 'Variabili Qualitative'}$$

Verranno ora esaminati più in dettaglio le quattro aree e le variabili rilevanti ai fini del calcolo.

### 2.3.2.1 Criterio oggettivo: “Impatto Ambientale”

Come già accennato, l’impatto ambientale dell’intervento sarà calcolato in tre diverse aree, distinte, per semplicità, in area Verde, Azzurra e Blu, come segue:

- Impatto da “Nuovo Impianto di produzione di energia elettrica” (Area “Verde”);
- Impatto da “Efficientamento Energetico” (Area “Azzurra”);
- Impatto da “Economia Circolare” (Area “Blu”);

Area “Verde”	4%
Area “Azzurra”	12%
Area “Blu”	6%
<b>Totale</b>	<b>22%</b>

**Tabella 1:** *Peso delle diverse aree sul totale riduzione spread.*

Il totale di 22%, moltiplicato per il coefficiente dall’area “Variabili Qualitative” (rinvio), porta il livello di riduzione totale massimo al 25%.

Per il calcolo dei punteggi, ogni area è considerata a sé stante, con un punteggio massimo del 100% in ciascuna di esse. Il cliente, perciò, potrà raggiungere in ciascuna area un punteggio in percentuale (fino a 100% in ogni area). Solo successivamente tale punteggio verrà trasformato in riduzione effettiva di spread (fino appunto al 25%), in base ai diversi pesi delle singole aree.

In assenza di sinergie di punteggio tra aree, non è necessario effettuare interventi in *tutte* le aree per ottenere uno sconto significativo.

### 2.3.2.1.1 Nuovo Impianto di produzione di energia elettrica (Area “Verde”);

Per l’area “Verde”, la meno rilevante in termini di punteggio, si tiene conto dell’installazione di nuovi impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili. A quest’area è stato attribuito un punteggio relativamente basso (riduzione massima del 4%) in quanto è stato ritenuto che quello dell’installazione di nuovi impianti di produzione di energia elettrica fosse un campo già sufficientemente sovvenzionato da interventi pubblici, per cui l’impegno è stato maggiore nelle altre due aree (Efficientamento Energetico ed Economia Circolare).

Il questionario che verrà sottoposto al cliente presuppone che vi sia già un progetto tecnico (o un preventivo), che indichi il costo e le specifiche tecniche dell’impianto. Per il calcolo, infatti, nel questionario sono richiesti al cliente alcuni dati riguardanti:

- Il **consumo** attuale di energia annuo dell’impresa, espresso in kWh.
- La parte di energia **già ottenuta da fonti rinnovabili**. Il soggetto potrebbe infatti già avere al suo interno un impianto di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili o potrebbe avere in essere un accordo particolare con il fornitore di energia, che gli permetta di ottenere energia prodotta da fonti rinnovabili. Questi fattori dovranno essere considerati nel dato di input, in quanto in base a questo verrà calcolata la nuova quota di produzione, oltre che l’aumento della produzione/approvvigionamento di energia da fonti rinnovabili. L’idea di fondo è quella di premiare marginalmente di più (o, meglio, di incentivare) i soggetti che si stiano avvicinando per la prima volta al rinnovabile.
- La **produzione annua** di energia permessa dal nuovo impianto, espressa in kWh. È evidente che si tratti di una stima, ma che, con i mezzi messi a disposizione anche dall’Unione Europea, è possibile effettuare con un margine di errore non significativo.
- Se l’azienda ha intenzione di stipulare un nuovo contratto di fornitura di energia da fonti rinnovabili con il gestore, dovrà indicare la percentuale di questa energia da fonti rinnovabili sul totale consumi. Es. Se il contratto prevede una fornitura del 80% dei consumi da fonti rinnovabili, questa percentuale dovrà essere riportata nel relativo box.
- Al soggetto richiedente verrà poi chiesto se vi sia già o meno un impianto di produzione di energia elettrica da rinnovabile in essere nell’azienda. Nel caso in cui si tratti del primo impianto, il cliente verrà premiato con una riduzione pari al 10% della riduzione

massima nell'area "Verde". Questo perché, come detto, si vuole incentivare alla riconversione energetica in fonti rinnovabili.

Requisito	Punteggio (peso su Area "Verde")
Prima installazione di un impianto di produzione di energia da fonti rinnovabili (Risposta: "Sì")	10%
<b>Totale riduzione</b>	<b>10%</b>

**Tabella 2:** *Peso su Area "Verde" della installazione del primo impianto.*

Il dato più rilevante nel calcolo della riduzione dello spread in quest'Area è la **quota di energia prodotta da fonti rinnovabili sul totale dei consumi**. Tuttavia, una criticità per questo indicatore è data dal fatto che, se calcolato in maniera passiva, finirebbe per beneficiare le imprese che abbiano già in essere un sistema di produzione di energia da fonti rinnovabili di elevata potenza, mentre disincentiverebbe (o incentiverebbe meno) le imprese che invece non hanno tale impianto (e che dovrebbero essere invece i reali destinatari dell'offerta). Per questo motivo, il calcolo verrà "spezzato". La quota di rinnovabile già in essere verrà conteggiata per un massimo di 35% dei consumi (quindi, ad esempio, se un'impresa ottenesse già il 40% di energia da fonti rinnovabili, il surplus di 5% non verrebbe tenuto in considerazione). La quota di rinnovabile aggiuntiva verrebbe invece calcolata per intero. La somma verrà utilizzata come input per il calcolo del minor spread, in base al range in qui questa cade.

Quota di rinnovabile sul totale	Punteggio (peso su Area "Verde")
1% - 20%	0%
20,1% - 35%	15%
35.1% - 60%	25%
60.1% - 75%	40%
75.1% - 90%	50%
> 90%	70%

**Tabella 3:** *Peso sull'Area "Verde" della quota di rinnovabile post-intervento sul totale.*

Il secondo dato di output è quello riguardante la **quota di energia da fonti rinnovabili aggiunta**. In questo caso le criticità sono opposte, in quanto, evidentemente, minore era la

produzione/ottenimento di energia da fonti rinnovabili nel periodo pre-intervento, maggiore sarebbe l'impatto di un nuovo impianto sull'indicatore (a parità di capacità produttiva). Per questo motivo è stato assegnato a questo campo un massimo del 20% sul totale Area "Verde".

Quota di energia da fonti rinnovabili aggiunta	Punteggio (peso su Area "Verde")
1% - 50%	0%
50,1% - 100%	10%
100.1% - 200%	15%
> 200%	20%

**Tabella 4:** *Peso su Area "Verde" della quota di energia da fonti rinnovabili aggiunta.*

### 2.3.2.1.2 "Efficientamento Energetico" (Area "Azzurra")

In quest'area, la più rilevante in termini di peso (con una riduzione massima potenziale del 12%), rientrano gli interventi di efficientamento energetico di impianti, processi e macchinari, che permettano una riduzione nel consumo di energia. Sono quindi inclusi gli interventi di riduzione dei consumi di energia nei processi di produzione, la riqualificazione energetica degli edifici oltre alla realizzazione di reti per il teleriscaldamento e l'efficientamento di servizi e infrastrutture pubbliche, compresa l'illuminazione. Il punteggio è calcolato in base alla riduzione nei consumi annui resa possibile dall'intervento, e il punteggio dovrà essere rapportato al peso dell'Area sul totale (Tabella 1).



I range e i relativi punteggi sono:

Riduzione consumo energetico (%)	Punteggio
1% - 5%	25%
5,1% - 10%	65%
10.1% - 20%	80%
> 20%	100%

*Tabella 5: Punteggio Area “Azzurra” per riduzione consumo energetico da Efficientamento.*

### 2.3.2.1.3 “Economia Circolare” (Area “Blu”)

L’ultima Area calcolata in modo “additivo” comprende gli interventi volti a introdurre un sistema di economia circolare, cioè un sistema produttivo capace di rigenerarsi e alimentarsi da solo. Vi rientrano dunque gli interventi “a monte”, che riguardano l’approvvigionamento di materie prime da fonti sostenibili o anche dagli scarti prodotti a valle dalla stessa azienda, e, gli interventi “a valle”, quelli cioè volti a una migliore gestione e smaltimento degli scarti di produzione e dei rifiuti. Il Cliente dovrà specificare se appunto l’intervento da finanziare sia un intervento a monte o a valle (o entrambi).

Il premio in quest’Area è calcolato mediante domande miste (con risposte preimpostate e numeriche), che insistono sul risparmio di tre differenti fattori: Energia, Materie Prime, Scarti di Produzione ed Acqua. In particolare, si richiede:

- Gli interventi di economia circolare implementati hanno un **fabbisogno energetico** maggiore, minore o invariato rispetto alla situazione precedente? Anche in questo caso ci si affida alla buona fede del cliente (vedi paragrafo “Rischi e Criticità”).

Fabbisogno di energia	Punteggio
Maggiore	-10%
Invariato	10%
Minore	20%

**Tabella 7:** Punteggio per possibili risposte a “Il consumo di energia post intervento è:”.

Il Cliente dovrà ora indicare, a seconda dell'intervento, se a monte (o a valle) o entrambi, la percentuale di materie prime da fonti sostenibili (o scarti di produzione) **in più** utilizzate (riciclate o riutilizzate sul totale scarti). Per le materie prime, sono da considerarsi le materie prime non vergini utilizzate per produzione/packaging/imballaggi (ad esempio punto vendita che utilizza sacchetti di carta riciclata) anche se forniti da soggetti terzi. Per gli scarti, devono essere considerati anche gli scarti venduti/dati a soggetti terzi, se verranno comunque riutilizzati in altre produzioni.

Quota marginale di m.p. da fonti sostenibili (%)	Punteggio
1%-5%	10%
5%-10%	20%
10%-15%	30%
>15%	40%

**Tabella 8:** Punteggio per quote marginali di m.p. da fonti sostenibili.

Quota marginale di scarti riutilizzati/smaltiti sul totale scarti di produzione.	Punteggio
1% - 5%	10%
5% - 10%	20%
10% - 15%	30%
>15%	40%

**Tabella 9:** *Punteggio per quote marginali di scarti riutilizzati/riciclati sul totale scarti di produzione.*

Ultimo aspetto, come si accennava, riguarda l'acqua che l'intervento permette di risparmiare. Il meccanismo di calcolo opera nel modo consueto, dunque il punteggio varia in base alla percentuale di acqua risparmiata sul totale d'acqua consumata dall'azienda. Come si vede dalla tabella 10, al risparmio d'acqua è conferito lo stesso peso dato al risparmio energetico e alla gestione delle materie prime e degli scarti di produzione.

Quota di acqua risparmiata grazie all'intervento	Punteggio
1% - 5%	10%
5% - 10%	20%
10% - 15%	30%
>15%	40%

**Tabella 10:** *Punteggio per quote marginali di scarti riutilizzati/riciclati sul totale scarti di produzione.*

Come si può notare, ottenendo il massimo in tutte le sezioni dell'area "Blu", è possibile raggiungere un punteggio di gran lunga superiore al 100% (max. potenziale = 140%). Il modello, ad ogni modo, permette di raggiungere un punteggio massimo di 100%. In questo modo si aumentano le possibilità per l'azienda di ottenere, almeno in quest'area, la riduzione più alta.

Infine, tra le domande nel questionario sono presenti alcune richieste di dati quantitativi di risparmio di energia, acqua, materie prime e scarti di produzione utili alla rendicontazione dell'impatto ambientale generato dal credito. Questi dati dunque non rilevano ai fini del calcolo della riduzione del tasso d'interesse.

### **2.3.2.2. Criterio soggettivo: Variabili Qualitative (Area "Rossa")**

Con questo criterio si vuole premiare i soggetti che si siano già dimostrati sensibili alle questioni ambientali, aderendo a determinate organizzazioni od ottenendo certificazioni ambientali e sociali riconosciute a livello comunitario e/o internazionale, o che abbiano già effettuato investimenti green negli ultimi 18 mesi. Il comportamento virtuoso è premiato tramite un coefficiente da applicare allo sconto ottenuto nelle altre sezioni. Per ogni requisito soddisfatto,

si ottiene un punteggio di 0,07, per un totale potenziale di 0,35. Sono stati individuati quattro requisiti soggettivi e una idoneità:

**a. Possesso della certificazione UNI EN ISO 14001.**

La certificazione **UNI-EN-ISO 14001** può essere considerata un indicatore della sensibilità delle imprese e delle organizzazioni verso l'ambiente. Attraverso un sistema di gestione ambientale certificato, le aziende certificate intendono gestire e diminuire i fattori di pressione derivanti dalle proprie attività. Si tratta di uno standard ambientale certificabile, che attesta la conformità dei processi aziendali, e dei sistemi di monitoraggio dell'impatto ambientale, ai requisiti che lo standard richiede. Le organizzazioni possono certificarsi volontariamente, facendosi sottoporre ad un controllo effettuato da un ente autorizzato.

L'Italia, con oltre ventimila siti aziendali certificati, è tra i primi paesi in Europa e nel mondo per numero di certificazioni rilasciate.<sup>96</sup>

“In generale, i vantaggi derivanti da una certificazione ambientale UNI EN ISO 14001, ma anche EMAS, investono molteplici aspetti dell'azienda che vanno oltre la riduzione degli impatti sull'ambiente. Miglioramento della reputazione e delle relazioni con gli stakeholders e posizionamento competitivo dell'impresa sono alcuni degli ulteriori benefici che le imprese segnalano a seguito della certificazione.”<sup>97</sup>

**Numero imprese certificate in Veneto – Friuli-Venezia Giulia: 2986**

**b. Adesione all'EMAS (Eco Management and Audit Scheme).**

“Al **Sistema comunitario di ecogestione e audit** (EMAS = Eco-Management and Audit Scheme) possono **aderire volontariamente le imprese e le organizzazioni**, sia pubbliche che private, aventi sede nel territorio della Comunità Europea o al di fuori di esso, che desiderano **impegnarsi nel valutare e migliorare la propria efficienza ambientale**”<sup>98</sup>

**Numero organizzazioni registrate EMAS in Veneto – Friuli-Venezia Giulia: 65**

**c. Società benefit o B-Corp.**

---

<sup>96</sup> Annuario dei dati Ambientali (2019), Istituto per la Protezione e la Ricerca Ambientale (ISPRA) con il contributo delle Agenzie regionali e delle province autonome nell'ambito del Sistema Nazionale per la Protezione dell'ambiente (SNPA).

<sup>97</sup> Si veda nota precedente.

<sup>98</sup> Dal sito web dell'Ente.

Quest'ultimo requisito premia i soggetti che abbiano scelto di costituirsi in una forma giuridica che è già di per sé garanzia di un'attenzione particolare ai temi socio-ambientali.

**d. Certificazione SA8000.**

La SA8000 (SA sta per Social Accountability) è uno standard di certificazione redatto dal CEPAA, ed è volto a certificare alcuni aspetti della gestione aziendale attinenti alla CSR (Corporate Social Responsibility).

**Numero certificazioni in Italia: 1081 (31% delle aziende certificate mondiali)<sup>99</sup>.**

**e. Azienda green.**

In questo campo, l'azienda viene valutata sulla base delle iniziative nelle tre aree di impatto già intraprese dal 1° Gennaio 2019 al 30 Settembre 2020. Il bonus si ottiene se è rispettata uno dei seguenti requisiti, e cioè se dal periodo tra il 1° Gennaio 2019 e il 30 Settembre 2020 sia stato deliberato:

- a. L'installazione di un impianto di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili che permetta una copertura pari ad almeno il 20% del fabbisogno.
- b. L'avvio di processi di efficientamento energetico che permettano una riduzione nei consumi energetici di almeno il 5%.
- c. L'avvio di politiche di economia circolare, con una significativa riduzione degli scarti (almeno del 5% del totale scarti di produzione) o un approvvigionamento di materie prime da fonti sostenibili (almeno del 5% del totale materie prime acquistate).

La misura della riduzione del tasso d'interesse in seguito al soddisfacimento di uno o più requisiti relativi all'area "Variabili Qualitative" è calcolata sommando le eventuali singole riduzioni spettanti. Nonostante il potenziale massimo sia di 0,35, il modello restituirà un punteggio massimo di 0,21, in quanto si vuole comunque incentivare le imprese virtuose limitando però il peso di quest'area. Il risultato sarà un coefficiente, il quale verrà moltiplicato per il risultato della sezione "Impatto", per ottenere poi il totale che il cliente potrà richiedere in riduzione dello spread massimo da contratto.

---

<sup>99</sup> Dati del 2015.

Il coefficiente è calcolato in questo modo:

Requisito	Punteggio max
Possesso della certificazione UNI EN ISO 14001	0.07
Adesione ad EMAS	0.07
Forma giuridica di società benefit	0.07
Possesso certificazione SA8000	0.07
Idoneità "Azienda Green"	0,07
<b>Totale coefficiente potenziale</b>	<b>0.35</b>

**Tabella 11:** Requisiti area “Variabili Qualitative”;

### 2.3.3 Rischi e Criticità

Il prodotto, e in particolare la logica sulla quale si basa il calcolo dello sconto sul tasso d’interesse, non è privo di criticità e rischi, che comunque, nella maggior parte dei casi, sono stati mitigati.

1. Il modello di calcolo della riduzione del costo del credito per il cliente opera secondo meccanismi relativamente semplici, basati su dati di input richiesti al cliente. È dunque evidente che la veridicità delle risposte fornite dal cliente sia sicuramente un aspetto fondamentale per la validità del modello. Se per alcuni casi (ad esempio, la capacità di produzione del nuovo impianto) la verifica risulta agevole, per altri ci si dovrà affidare alla buona fede del rispondente. È anche per questo motivo che a tali risposte (non facilmente comprovabili) è stato generalmente attribuito un peso minore sul punteggio rispetto ad altre.
2. Ancora incerte sono le modalità di controllo della buona riuscita dell’intervento finanziato presso l’azienda richiedente. Come visto, i Green Loan Principles prevedono (e incoraggiano) la possibilità di ottenere supporto e consulenza su temi ambientali da parte di organismi qualificati, che mitigherebbero i rischi di frode da “greenwashing” e permetterebbero all’impresa di aver accesso ad un più ampio numero di finanziatori. Per il prodotto qui rappresentato, visto il particolare indirizzo alle PMI, si consiglia di mantenere una struttura d’accesso al finanziamento “flessibile” in modo da non gravare i soggetti potenzialmente idonei di obblighi eccessivamente gravosi che li

disincentiverebbero. Un'ipotesi potrebbe essere un controllo effettuato a campione dalla stessa banca, volto ad accertare l'effettiva buona riuscita dell'intervento.

3. La riduzione massima potenziale sul tasso, pari al 25%, è ottenibile solo nel caso in cui si intraprendano azioni significative in tutte le aree (nuovi impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili, efficientamento energetico ed economia circolare), e si soddisfino almeno due tra i requisiti qualitativi e soggettivi (possesso di certificazioni, EMAS ecc.). La possibilità di raggiungere un punteggio più alto, comunque, è stata incentivata elevando i punteggi potenziali massimi di ciascuna area al di sopra del 100% (anche fino al 140%). In questo modo, sarà più semplice ottenere il massimo del punteggio (100%).

### ❖ Esempi

Per un esempio numerico, si rinvia al paragrafo 2.4.3 “Le Funzioni del Modello”, in cui si mostreranno le funzionalità dell'algoritmo. In questa sede “teorica”, si ritiene utile riportare un esempio di intervento reale, che abbraccia quasi tutte le aree incluse nel calcolo, e che potrebbe, in linea teorica, ottenere uno sconto sull'eventuale finanziamento.

L'esempio è quello di Disney, che ad ottobre 2020 ha presentato un progetto di rivoluzione energetica e d'impatto per l'enorme parco Disneyland situato a Parigi. In particolare, il progetto prevede la costruzione di un parco fotovoltaico a copertura del parcheggio dedicato ai visitatori. L'impianto, tra i più grandi d'Europa con una capacità di produzione di 31 GWh annui, permetterà di coprire circa il 17% del fabbisogno energetico del parco.

Inoltre, il piano rientra in un più ampio programma volto ad incrementare la sostenibilità ambientale del parco. Nel programma sono incluse, infatti, iniziative che puntano a diversi obiettivi: riduzione dell'emissione di gas, raccolta differenziata per ridurre l'utilizzo della plastica, depurazione dell'acqua grazie a un depuratore, protezione e salvaguardia della biodiversità, sviluppo di una filiera responsabile e infine sostenere azioni globali volte a preservare l'ambiente per le generazioni future. Nel parco è presente anche una centrale geotermica, la quale viene utilizzata (oltre che a produrre energia elettrica) per riscaldare l'acqua per i sanitari del parco e dell'hotel<sup>100</sup>.

---

<sup>100</sup> Dal sito dell'azienda, area “Environment: our Commitment”. La costruzione del parco fotovoltaico è stata annunciata il 22 ottobre 2020, in occasione della giornata mondiale dell'energia.

Se gli interventi fossero programmati in un'unica soluzione, l'azienda, qualora rientrasse nelle casistiche menzionate, potrebbe potenzialmente ottenere uno sconto nell'Area "Verde" e nell'Area "Blu".

## 2.4 Documentazione e Modello di Calcolo

In questo paragrafo si ripercorreranno le fasi che caratterizzano il processo di richiesta di finanziamento, dalla compilazione del risultato, al calcolo dello sconto eventualmente spettante, fino al foglio di riepilogo. Occorre sottolineare che i documenti ed il Modello che verranno analizzati esauriscono la propria funzione all'interno del prodotto denominato Finanziamento BEI Corporate "Green New Deal" offerto da Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop. Tutti i documenti (ad esclusione del Questionario) sono ad esclusivo utilizzo interno della Banca. Come si vedrà, quest'ultima condividerà con l'Azienda richiedente il finanziamento soltanto il Questionario e la pagina di riepilogo del Modello di calcolo.

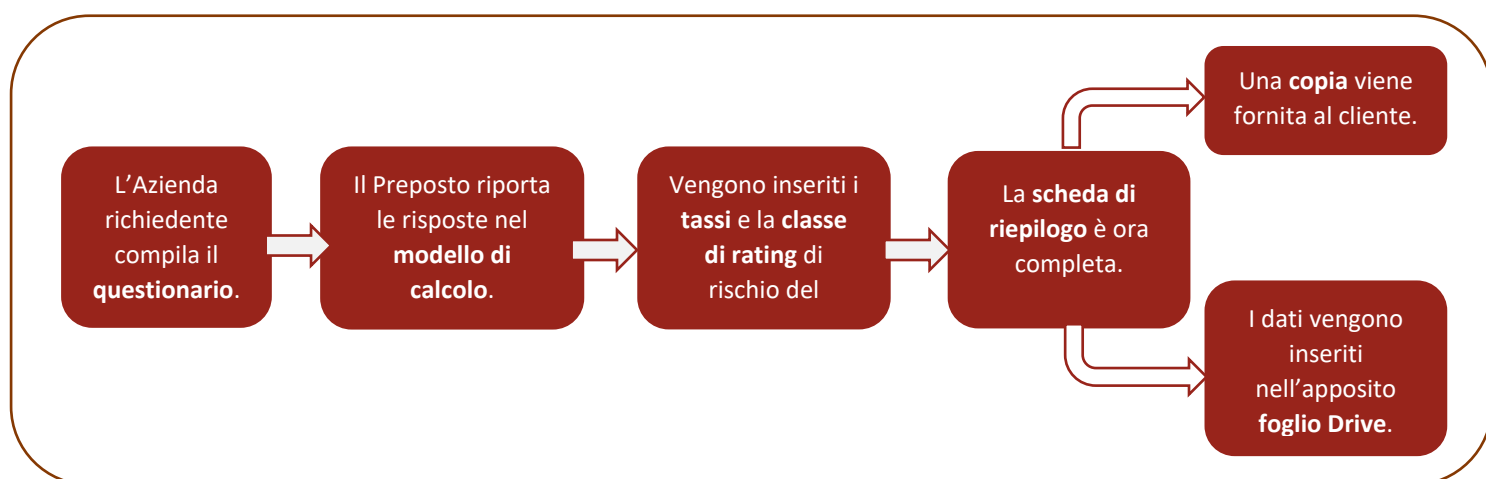


Figura 7: Schema riepilogativo del calcolo della riduzione del tasso d'interesse.

Nella trattazione, si seguirà un ordine sequenziale, attraversando tutte e tre le fasi principali di raccolta dati, calcolo e immissione dati nel database. Le indicazioni ed istruzioni sono raggruppate per documenti, ovvero:

- Questionario
- Modello di Calcolo
- Foglio Drive di Raccolta Dati



## 2.4.1 Il Questionario

Il Questionario, compilabile sia in modo digitale sia manuale, è il documento che apre la procedura di calcolo della riduzione del tasso d'interesse eventualmente spettante al Cliente. Esso rappresenta dunque il passaggio più importante e delicato, in quanto il Modello di Calcolo e la Raccolta Dati possono funzionare solo grazie alle informazioni fornite dal Cliente. Il Questionario può essere richiesto dal Cliente anche in modo preventivo (senza aver dunque concluso o firmato contratto alcuno), al fine di permettere di valutare la convenienza del prodotto. Chiaramente, in questo caso, i dati di riepilogo che il modello restituirà una volta immessi i dati forniti dal Cliente non dovranno essere immessi nel Foglio di Raccolta dati (Par. 2.4.4), in quanto in quest'ultimo confluiranno solo i dati relativi a finanziamenti effettivamente concessi.

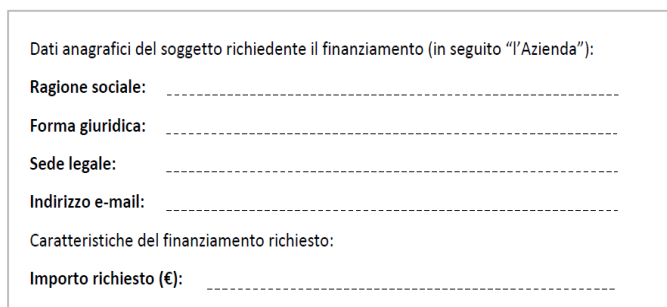
Entrambe le versioni (digitale e manuale), perfettamente identiche nel contenuto, sono strutturate seguendo lo schema delle quattro Aree del Modello (tre Aree di Impatto e una di Variabili Qualitative). La versione digitale è stata creata con la funzione “Moduli” di Adobe Acrobat Pro, e potrà essere compilata direttamente sulla versione .pdf.

Ora si vedranno, con l'aiuto di catture di schermata di parti del documento, le caratteristiche, i particolari e le funzionalità del Questionario.

Il Questionario si apre con alcune domande sull'**anagrafica** del cliente e sul finanziamento che si vuole richiedere. Queste informazioni, come si vedrà, dovranno essere inserite dal preposto nei due documenti successivi (Foglio di calcolo e Foglio di raccolta dati).

Dopo una serie di informazioni di carattere generale al cliente sulla compilazione dei diversi campi, ha inizio il questionario vero e proprio.

La prima parte, relativa all’**Impatto**, si compone di tre Aree, “Nuovo Impianto di produzione di energia elettrica”, “Efficientamento Energetico” ed “Economia Circolare”. Le risposte date saranno, in questa prima parte, di tipologie diverse. Potranno trovarsi, infatti, campi con risposte di tipo **numerico** (Es. percentuali o quantità) e risposte di tipo **alfabetico**; domande a risposte multiple o a risposte aperte nei campi, e così via. Vista la delicatezza e l'importanza della



Dati anagrafici del soggetto richiedente il finanziamento (in seguito "l'Azienda"):

Ragione sociale: .....

Forma giuridica: .....

Sede legale: .....

Indirizzo e-mail: .....

Caratteristiche del finanziamento richiesto:

Importo richiesto (€): .....

Figura 8: Anagrafica del cliente.

veridicità e correttezza dei dati inseriti, si è voluto creare un modulo di immediata comprensione, con domande costantemente affiancate da box di supporto alla compilazione.

Anche se non tutte le domande sono obbligatorie, **è fortemente consigliato di rispondere a tutte le domande del questionario.** Nel caso in cui l’Azienda richiedente non abbia intenzione di effettuare interventi in una determinata area (ad esempio, nell’Economia Circolare), è comunque consigliato di leggere le domande relative a quest’area, in quanto potrebbero esserci indicatori che verrebbero comunque toccati con interventi di altro tipo (ad esempio, un intervento di Efficientamento Energetico potrebbe portare anche a un minor consumo di acqua, e di questo dovrà tenersi conto alla domanda “m” nell’area “Economia Circolare”).

Come si vede dalla Figura 2, le domande sono denominate con lettere in minuscolo in ordine alfabetico, esattamente corrispondenti ai campi di input presenti nel “Foglio di Input” del Modello.

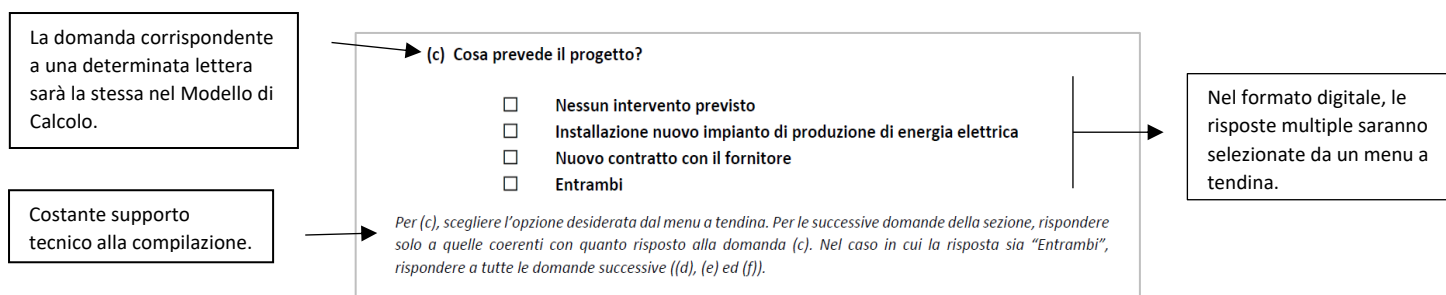


Figura 9: Esempio di domanda da questionario.

La maggior parte delle domande del questionario sono simili a quella appena vista. Una particolare attenzione merita, invece, il blocco di domande riguardante l’Area dell’Economia Circolare (domande da “k” a “m”), in quanto per ogni domanda di questo blocco si dovranno dare due risposte:

- Una in valori **relativi** (in %), necessaria per il calcolo della riduzione del tasso;
- Una in valori **assoluti** (in unità di misura variabili), facoltativa, ma utile per il calcolo dell’impatto ambientale del credito. Questa è contrassegnata dal nome “X.1”

The form for question (k) is titled "(k) rispondere solo se nel progetto sia previsto l'approvvigionamento di materie prime eco-sostenibili". It asks the user to indicate the quantity of eco-sustainable raw materials to be used, both as a percentage of total raw materials at the company level and in tonnes. The form includes two input fields: one for the percentage (%) and one for tonnes (t). The sub-question label "(k.1)" is circled in red.

Figura 10: Domande da "k" a "m".

## 2.4.2 Il Modello di Calcolo

I dati forniti dal Cliente tramite il questionario dovranno essere immessi nel Modello di Calcolo in modo da calcolare il rating “ambientale” e, di conseguenza, la riduzione del tasso ottenuta dal Cliente.

Si analizzerà il Modello secondo due prospettive: una “orizzontale”, in cui si vedrà il contenuto dei tre fogli componenti il Modello, e una “verticale”, in cui si andrà ad approfondire i meccanismi e le funzioni sottostanti al calcolo stesso.

### 2.4.2.1 Composizione del Modello

Il “Modello di Calcolo” consiste in un documento in formato Excel (da distinguere dal documento Excel di inserimento dati nel database, sul quale si rinvia), la cui funzione è quella di calcolare, partendo dai dati di input forniti dalle Aziende tramite il Questionario, la **riduzione** da applicare al tasso d’interesse proposto dalla Banca.

Il Modello si compone di tre fogli, che verranno attentamente analizzati nelle formule e nelle logiche che li compongono. In particolare, il file si compone di:

- Un foglio di Riepilogo, in cui si riportano i risultati del calcolo, che è possibile stampare per poter essere consegnato all’Azienda.
- Un foglio di Input, contenente le domande del questionario e le celle di input dove il Preposto inserirà le risposte date dall’Azienda nel questionario.
- Un foglio di Calcolo, che non contiene celle di input ma calcola, in base ai dati immessi nel foglio di Input, la riduzione ottenuta e il rating “ambientale” che verrà poi riportato nel foglio di riepilogo.

Per evitare di creare confusione, i fogli verranno analizzati in ordine sequenziale (seguendo, dunque, i passaggi che il Preposto dovrà seguire per il loro corretto utilizzo) anziché in ordine di posizionamento dei fogli nel file Excel (il riepilogo è posto prima degli altri due fogli per agevolarne l’uso).

#### ❖ Foglio di Input

Il Foglio di Input, diviso in due parti (“Impatto”, a sua volta diviso nelle tre Aree di cui sopra, e “Variabili Qualitative”), riporta le medesime domande poste nel questionario, facilmente identificabili in quanto ciascuna corrispondente a una lettera posta alla prima cella a sinistra, come nella figura sotto. La domanda potrebbe essere qui posta in modo leggermente diverso da quella posta nel questionario per motivi di spazio, per questo si consiglia di affidarsi alla lettera

identificativa a sinistra. La cella colorata in mezzo è una cella di input/output, come si vedrà tra poco. A destra è situato un box di guida per il Preposto che permette di controllare la correttezza di quanto riportato dall'Azienda nel questionario.

(b)	Quota approvvigionamento da fonti rinnovabili (%):	2%	Indicare la quota di fabbisogno energetico attualmente ottenuta da fonti rinnovabili. Si dovrà comprendere anche la quota di energia da f.r. già ottenuta grazie a un particolare accordo con il gestore.
-----	--	----	---

Figura 11: Esempio di domanda nel Foglio di Input.

Un'attenzione particolare meritano le celle di input/output, situate nello spazio immediatamente successivo a destra rispetto alla domanda. Tali celle si suddividono in due tipologie, distinte per colore:

- Celle di input (colore rosa): Sono le effettive risposte date dall'Azienda richiedente nel questionario, e sono dunque modificabili dal Preposto.
- Celle di output (colore verde): Queste celle non contengono risposte a domande poste nel questionario, ma restituiscono il risultato di un calcolo. La riga contenente queste celle è identificata con numeri, anziché con lettere, come invece per le domande del questionario (si veda la Figura 14 per una migliore comprensione).

Le celle identificate con lettere (come (f) ad esempio) corrispondono a domande facenti parte del questionario e, dunque, saranno sicuramente seguite da una cella di input (di colore rosa).

Le celle di output (di colore verde) sono invece dichiarate tramite numeri, e non corrispondono quindi a una domanda del questionario.

(f)	Energia ottenuta da fonti rinnovabili per nuovo accordo con gestore (in % del consumo annuo):	4%	Indicare la % dei consumi di energia da nuovo accordo con il gestore. ATTENZIONE: indicare la % di energia da f.r. ottenuta, al netto di quella ottenuta grazie a un particolare accordo con il gestore.
1	Aumento di approvvigionamento da fonti rinnovabili (%):	200%	Calcolo automatico.

Figura 12: Celle di Input e Output.

A loro volta, le celle di input possono essere di tipologie diverse, che rispecchiano le stesse modalità di risposta del questionario. Si potranno dunque avere anche in questo caso domande a risposta multipla e a risposta "aperta".

### ❖ Foglio di Calcolo

Si andrà ora ad analizzare il contenuto e il meccanismo di funzionamento del foglio di calcolo. Non verranno ancora approfondite le funzioni alla base del modello (si veda *infra* al paragrafo 2.4.3).

Area -->	"Verde"	"Azzurra"	"Blu"	Massima riduzione potenziale
Peso delle aree sul tasso	4%	12%	6%	25%

Figura 13: Pesi delle aree.

Anche questo foglio è organizzato per aree, facilmente distinguibili per colore. Le tabelle in alto riprendono i valori inseriti nel foglio di Input per calcolare (seppur con metodologie diverse, come si vedrà) i punteggi ottenuti in ogni area. Il risultato (e, cioè, la riduzione totale ottenuta) è visualizzabile nella parte centrale del foglio, insieme alla tabella di calcolo del rating “ambientale”.

Le celle contenenti i pesi di tre aree su quattro sono **modificabili** scrivendo direttamente nella cella (come in figura 13). In questo modo, verrà alterata arbitrariamente la riduzione del tasso ottenuta nelle diverse aree. Come si può notare, l’Area “Rossa” non è modificabile direttamente da queste celle, in quanto, come visto, per quell’area il punteggio è calcolato non in percentuale ma tramite **coefficienti**. Di conseguenza, per modificare il peso di quest’area, occorre modificare le celle corrispondenti. La **massima riduzione potenziale** (25%) è pari alla somma delle tre aree “additive” moltiplicata per il massimo ottenibile nell’Area “Rossa”, secondo questo calcolo:

$$(\text{Area "Verde"} + \text{Area "Azzurra"} + \text{Area "Blu"}) * (1 + \text{Area "Rossa"}) = (\text{max.}) 25\%$$

Si vedrà ora in dettaglio il funzionamento delle tabelle posizionate nella parte superiore del foglio.

Nella figura 14, è riportata quella relativa a una dei parametri di calcolo in caso di **installazione di un nuovo impianto di produzione di energia elettrica**. Si analizzano ora le voci una per una:

- Il “Valore” di 200% in verde è ripreso dal calcolo automatico del foglio di input, e si andrà a posizionare nell’intervallo corrispondente (la diversa colorazione è ottenuta grazie a una formattazione condizionale).
- A quel particolare intervallo corrisponde un punteggio di 15%.
- A questo punteggio, come si è detto in precedenza, si dovrà applicare il peso dell’area (in questo caso, l’Area Verde ha un peso del 4% di riduzione del tasso).
- Il 4% di 15% è dunque 0,6%, che rappresenta la contribuzione alla riduzione del tasso da parte di questo parametro.

Quota di energia da fonti rinnovabili aggiunta	
Intervallo	Valore
1%	50%
50,1%	100%
100,1%	200%
201%	∞
<b>Punteggio:</b>	<b>15%</b>
<b>Riduzione spread:</b>	<b>0,6%</b>

Figura 14: Esempio di tabella di calcolo.

Questa tipologia di calcolo vale, però, soltanto per l'area "Verde" e l'area "Azzurra". Per l'area "Blu" e l'area "Rossa" il calcolo è effettuato diversamente, in quanto la tabella (quella relativa all'area "Blu" è riportata in Figura 15) effettua il calcolo già nel foglio di input, e si limita semplicemente a riportarne i punteggi nel foglio di calcolo. Il meccanismo di calcolo della riduzione finale, invece, rimane invariato:

Economia Circolare	
Risposte	Valore
Fabbisogno energia	20%
Quota #1	10%
Quota #2	10%
Acqua	20%
Monitoraggio	0%
<b>Punteggio</b>	<b>60%</b>
<b>Riduzione spread</b>	<b>3,6%</b>

Figura 15: Tabella Economia Circolare.

il punteggio di 60% (dato dalla somma dei punteggi ottenuti nelle diverse domande), moltiplicato per il peso dato all'Economia Circolare (6%), dà una riduzione del tasso pari al 3,6%.

La somma dei punteggi delle diverse aree (moltiplicate per il risultato nell'Area "Rossa") darà la riduzione del tasso spettante all'Azienda per gli interventi che si propone di effettuare e

Range punteggio	0%	5%	10%	15%	20%
	5%	10%	15%	20%	25%
Classe di "rating ambientale"	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>

Figura 16: Classi di rating "ambientale".

per i quali ha richiesto il finanziamento. In base al punteggio, infine, viene conferito all'Azienda richiedente un rating di tipo "ambientale", in una scala da 1 a 5, che si affianca a quello usuale di "rischio" per il calcolo del costo del credito.

### ❖ Foglio di Riepilogo

Il foglio di riepilogo consiste in una scheda in formato stampabile che riporta gli sconti eventualmente concessi sul tasso d'interesse del finanziamento. Inoltre, nella parte inferiore del foglio, viene calcolato l'impatto ambientale dell'intervento che la Banca ha finanziato. Il riepilogo può dunque essere consegnato all'Azienda richiedente dopo aver inserito nel modello i dati forniti dall'Azienda stessa tramite il questionario.

Informazioni generali sul Richiedente:	
Ragione sociale:	Alfa Biscotti
Forma giuridica:	S.p.A.
Importo finanziato:	€ 500.000,00
Durata Finanziamento (anni):	5

Figura 17: Informazioni anagrafiche.

Nella parte superiore del foglio, sono richiesti dei dati anagrafici dell'Azienda richiedente, forniti dall'Azienda nelle prime domande del questionario.

La seconda parte, invece, riporta gli sconti eventualmente ottenuti, sia grazie alla provvista ottenuta dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI), sia per la performance ambientale dell'Azienda, come calcolato dal modello.

Riepilogo del calcolo della riduzione:	
Tasso applicabile dalla Banca	3,00%
Sconto provvista BEI	-33%
Tasso applicabile al netto delle	2,00%
Agevolazioni "Green" Banca della Marca	-6%
<b>Tasso finale scontato</b>	<b>1,88%</b>

Classe di rating di rischio	3
Classe di rating "ambientale"	4

Figura 18: Riepilogo di calcolo.

Il Preposto dovrà inserire il tasso applicabile secondo le **condizioni interne** alla Banca (cella E9), e selezionare la **classe di rating di rischio** dal menu a tendina (cella K11). Il modello calcolerà poi il tasso finale, in base alle condizioni decise internamente alla Banca.

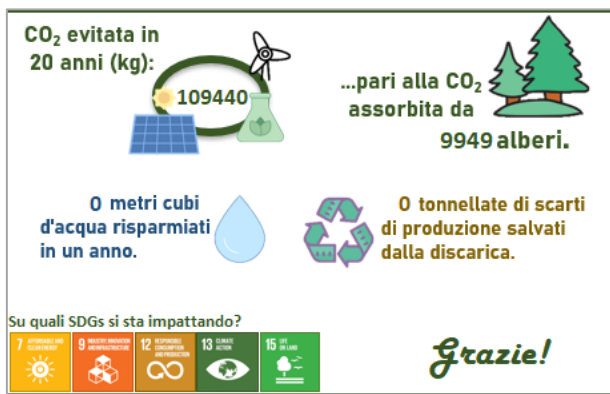


Figura 19: Calcolo dell'impatto ambientale del credito.

L'ultima parte, come detto, calcola l'**impatto ambientale** dell'intervento su alcuni parametri (CO<sub>2</sub> evitata, m<sup>3</sup> d'acqua risparmiati e così via). Il calcolo di questi parametri è interamente automatico, in quanto si basa sugli stessi dati di input inseriti nel modello.

### 2.4.3 Le Funzioni del Modello

Si analizzeranno ora le funzioni del modello Excel, distinguibili dalle domande di input sia per il colore (verde per le funzioni, rosa per le celle di input) sia per *codice identificativo* (numerico per le funzioni, alfabetico per le celle di input). Per farlo, la guida sarà divisa per Aree. Si vedrà dunque il meccanismo effettivo di calcolo nel seguente ordine:

- Area "Verde": Nuovo impianto di produzione di energia elettrica.
- Area "Azzurra": Efficientamento Energetico.
- Area "Blu": Economia Circolare.
- Area "Rossa": Variabili Qualitative.

## ❖ Area “Verde”: Nuovo impianto di produzione di energia elettrica

Il punteggio per l’area “Verde” è determinato da tre funzioni, di cui una “switch” (cella O11 del foglio di input) che attribuisce il punteggio in base a una risposta di tipo Sì/No, e due funzioni che invece hanno alla base un collegamento con il foglio di calcolo. Verranno viste nel dettaglio solo queste ultime due.

### ❖ FUNZIONE 1: “Aumento di approvvigionamento da fonti rinnovabili” (Cella E13 – foglio di input).

Questa funzione calcola l’aumento netto in percentuale dell’energia elettrica da fonti rinnovabili rispetto alla situazione pre-intervento.

Si riporta ora la funzione Excel, poi la si analizzerà in modo approfondito, suddividendola in due parti.

$$=IF(OR(\underbrace{((E10/(E4+0,001))+E12)/(E5+0,001)}_A > 250\%; E5=0\%); 250\%; \underbrace{((E10/(E4+0,001))+E12)/E5}_B)$$

La prima parte della funzione è di carattere meramente *stilistico*. In sostanza, essa permette di visualizzare, in casi in cui l’aumento in percentuale sia eccessivo, di visualizzare un massimo di 250%, permettendo comunque di raggiungere il massimo punteggio. Si pensi ad esempio al caso in cui l’Azienda attualmente acquisti energia esclusivamente da fonti non rinnovabili (cella E5=0%). Evidentemente, in questo caso, qualsiasi nuova quota di energia ottenuta da fonti rinnovabili farebbe arrivare a un risultato tendente all’infinito. Questo viene evitato dalla formula, che restituisce un massimo di 250%.

La seconda parte della formula è invece il calcolo vero e proprio. Qui, si tiene conto dell’energia derivata dal nuovo impianto di produzione sommata, eventualmente, all’energia elettrica da fonti rinnovabili ottenuta grazie a un nuovo contratto. Il modello quindi calcola:

Energia prodotta dal nuovo impianto (E10) sul totale fabbisogno energetico dell’azienda (E4)	(E10/(E4+0,001)
+ Energia ottenuta da fonti rinnovabili secondo nuovo contratto (E12)	+ E12)
/ la parte già ottenuta da fonti rinnovabili	/E5



Un esempio potrebbe essere il seguente:

Si immagini un'azienda con un fabbisogno energetico pari a 50.000 kWh annui che ottiene il 45% del suo fabbisogno da fonti rinnovabili. Essa vorrebbe installare, grazie a un finanziamento agevolato in Banca della Marca, un nuovo impianto di produzione di energia elettrica che permetterebbe di produrre 22.000 kWh annui. Inoltre, un nuovo contratto col gestore prevede un'ulteriore fornitura del 15% del fabbisogno da fonti rinnovabili.

L'aumento di approvvigionamento da fonti rinnovabili (come calcolato dalla funzione n.1) è pari a +131%. Vediamo dunque perché:

Energia prodotta dal nuovo impianto = 22.000 kWh

Totale fabbisogno energetico dell'azienda = 50.000 kWh

$$22.000/50.000 = 44\%$$

Nuova parte di fabbisogno ottenuta grazie al nuovo contratto = 15%

Parte di fabbisogno già ottenuta da fonti rinnovabili: 45%

La formula completa di dati, quindi, risulta essere:  $(44\% + 15\%) / 45\% = 131\%$

❖ **FUNZIONE 2:** "Totale ottenuto da fonti rinnovabili dall'azienda." (Cella E14 - Foglio di input).

La formula è la seguente.

Energia prodotta dal nuovo impianto di produzione / totale fabbisogno energetico dell'azienda	$(E10/(E4+0,0001))$
+ quota già ottenuta da fonti rinnovabili (ma per un massimo del 35%)	+E5
+ quota eventualmente ottenuta da nuovo contratto (ma per un massimo del 25% del suo valore)	+ E12 * 25%

Il calcolo, di per sé, è di più immediata comprensione rispetto al precedente. Ci sono, però, alcuni dettagli che meritano di essere approfonditi. In particolare,

- Come si è visto, eventuali nuove forniture ottenute grazie a un nuovo contratto con il gestore sono incluse per massimo il 25% del loro valore. Si ritiene infatti che, altrimenti, queste verrebbero premiate eccessivamente.
- La funzione ha, al suo interno, un *cap*. Dal momento che si vogliono premiare di più le imprese che prima dell'intervento non avevano una copertura significativa da fonti rinnovabili, la quota già ottenuta da fonti rinnovabili (domanda b) in questa funzione rientra con un valore massimo di 35%. Nel caso in cui l'azienda già ottenga più del 35% da fonti rinnovabili, la quota eccedente a questa non verrà considerata.

Vediamo ora un esempio.

Si prenda la stessa azienda vista nel precedente esempio. I dati sono i seguenti:

Fabbisogno Energetico= 50.000 kWh

Produzione nuovo impianto= 22.000 kWh

Quota ottenuta da nuovo contratto= 15% sul totale fabbisogno.

Quota già ottenuta da fonti rinnovabili= 45%

La funzione restituisce un risultato pari a 83% di energia ottenuta da fonti rinnovabili. Vediamo perché:

Il nuovo impianto permetterà di produrre 22.000 kWh all'anno, pari al 44% del fabbisogno. Il nuovo contratto prevede una fornitura marginale da fonti rinnovabili pari al 15% del fabbisogno (che conterà solo per il 25%, pari a 4% circa). Infine, l'azienda otteneva già il 45% del fabbisogno da fonti rinnovabili (questo però verrà incluso solo per 35%).

La quota parte del fabbisogno ottenuta da fonti rinnovabili sarà, dunque:

$$44\% + 4\% + 35\% = 83\%$$

Si spiegherà ora il meccanismo di collegamento tra le celle del foglio di input e quelle del foglio di calcolo. I risultati delle tre funzioni dell'area "Verde" trovano allocazione nelle rispettive tre tabelle nel foglio di calcolo. Queste ultime, come detto, sono ben riconoscibili, sia per colore che per nome, il quale riprende quasi fedelmente la domanda a cui esso corrisponde.

La sequenza, che porta poi alla riduzione del tasso, è la seguente:

1. Risultato della funzione (calcolato come visto sopra)	13	1	Aumento di approvvigionamento da fonti rinnovabili (%):	<b>131%</b>	<i>Calcolo automatico</i>
	14	2	Totale ottenuto da fonti rinnovabili(%) al netto di rettifiche (vedi riquadro guida a destra):	<b>83%</b>	<i>Calcolo automatico fonti rinnovabili; eccedente tale</i>

2. Inserimento automatico del risultato nel rispettivo intervallo della rispettiva tabella (come visto nel paragrafo sul foglio di calcolo)
3. Calcolo del punteggio dell'area (per i punteggi e gli intervalli si veda il la Guida Introduttiva al Finanziamento).
4. Calcolo della riduzione del tasso ottenuta.

Quota di energia da fonti rinnovabili aggiunta		
Intervallo	Valore	
1%	50%	
50,1%	100%	
100,1%	200%	<b>131%</b>
201%	∞	
<b>Punteggio:</b>	<b>15%</b>	
<b>Riduzione spread:</b>	<b>0,6%</b>	

### ❖ Area “Azzurra”: Efficiamento Energetico

Quest'area è composta da due domande come da questionario, e una funzione (numero 3), che calcola la quota di energia risparmiata dall'Azienda grazie all'intervento di efficientamento.

Il meccanismo della funzione “3” è esattamente uguale a quello visto per le due funzioni dell'area “Verde”, e, per questo motivo, non ci si soffermerà.

### ❖ Area “Blu”: Economia Circolare

Le modalità di calcolo in quest'area si differenziano sostanzialmente da quelle viste finora, a causa della quantità di domande (10 in totale) e della eterogeneità nelle modalità di risposta. Si contano, infatti:

- n.3 domande con risposte a scelta da menu a tendina (domande h, i, n);
- n.3 domande con risposte libere che alimentano funzioni simili a quelle viste sopra (k, l, m);
- n.4 domande con fini meramente informativi sull'impatto ambientale e non sono, quindi, necessarie al funzionamento del modello (j, k.1, l.1, m.1).

Le domande di cui al primo punto (con scelta da menu a tendina) funzionano ad “interruttore”: otterranno dunque un determinato punteggio fisso (si veda la tabella dei punteggi nel fascicolo informativo) in base alla risposta data.

Occorre invece soffermarsi sulle domande del secondo punto (domande k, l, m), le quali richiedono input numerici (in percentuale sul totale consumi, utilizzo, ecc.) che andranno ad alimentare delle funzioni. Queste funzioni, però, come detto, funzionano in modo differente rispetto a quelle delle aree “Verde” e “Azzurra”. Mentre in queste due Aree la funzione era situata nel foglio di calcolo, che, una volta computato il risultato, lo rimandava nel foglio di input, le tre funzioni nell’area “Blu” sono situate già nel foglio di input (nella colonna V, alla destra delle domande. Si veda la figura in basso.

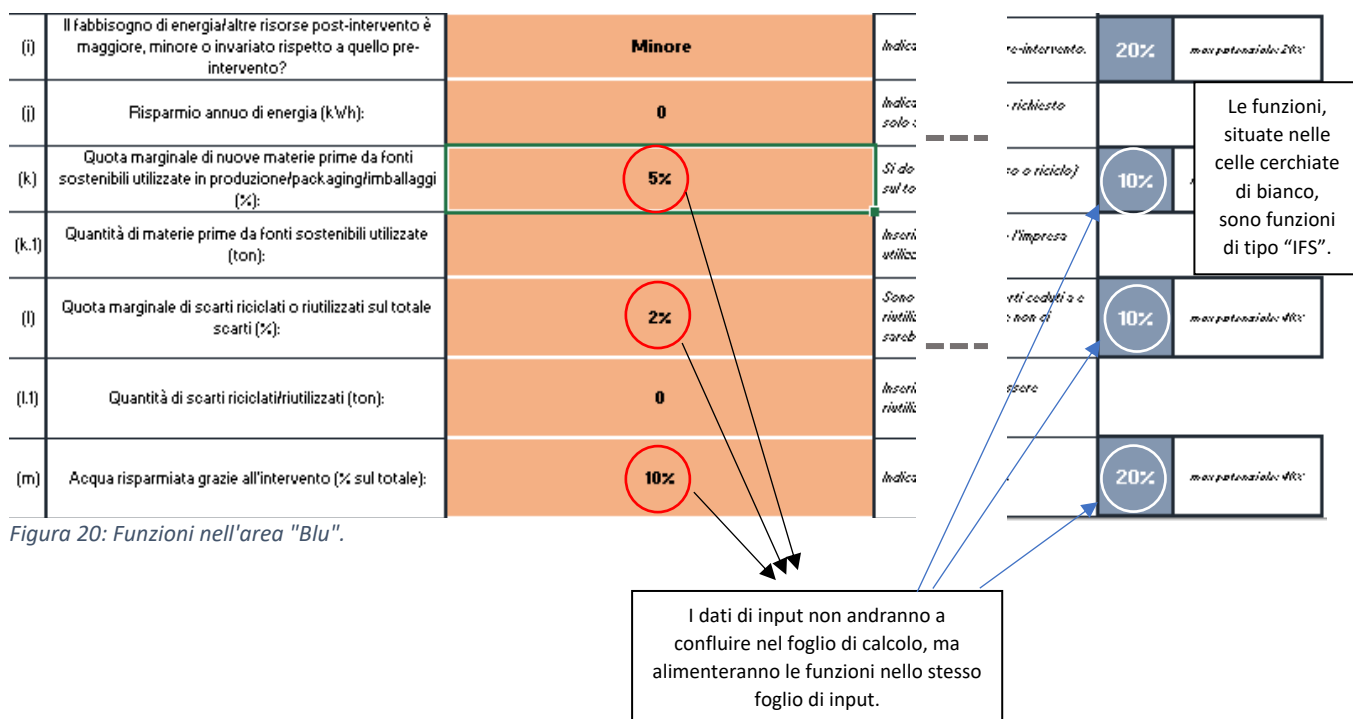


Figura 20: Funzioni nell’area “Blu”.

Nel foglio di calcolo è presente la tabella di riepilogo dei punteggi ottenuti nell’area. La somma, come viene mostrato nella Guida Introduttiva al modello (al quale si rimanda per approfondimenti), ha un potenziale massimo di 140%. Questo è stato previsto per aumentare le possibilità per l’Azienda di raggiungere un punteggio alto. Il modello, però, restituisce comunque un massimo di 100%, sul quale verrà applicato il peso dell’area (6% per l’area “Blu”), per calcolare la riduzione ottenuta, e, quindi, il rating “ambientale”.

### ❖ Area “Rossa”: Variabili Qualitative

Le domande di quest’ultima area sono tutte ad “interruttore”, con risposte “Sì/No”. Verranno assegnati dei punti in caso di risposte affermative, mentre non ne verrà assegnato alcuno in caso di risposta negativa. Nel foglio di calcolo, la tabella rossa riporta le domande del questionario, e le risposte date nel questionario e riprese nel foglio di input. Successivamente, con una serie

di semplici funzioni “IF”, vengono assegnati i punteggi, e riportati a fianco, sempre nella stessa tabella. Il totale viene riportato in basso.

Occorre ricordare che il punteggio nell’Area “Rossa” non è conferito in percentuale (come avveniva nelle Aree precedenti), ma sottoforma di coefficiente. Anche in questo caso il punteggio massimo è molto alto (0,42), ma il sistema restituisce un massimo di 0,21, in modo comunque di rendere più facile il raggiungimento di un buon punteggio, ma senza conferire all’intera area un peso eccessivo.

## 2.4.4 Il Foglio di Inserimento Dati

Una volta concluso e firmato il contratto di finanziamento, alcuni dati presenti nella scheda di riepilogo (di cui una copia sarà stata consegnata all’Azienda richiedente) dovranno essere inserite in un foglio di database che è visibile da tutto il personale dislocato nelle diverse filiali della banca in tempo reale. Il database tiene conto sia delle informazioni meramente economiche del finanziamento, sia dell’impatto ambientale dell’intervento.

Le celle superiori, che rimangono bloccate per facilitare l’uso del foglio, indicano:

- Le celle del foglio di riepilogo da cui prendere il dato richiesto (riga 2);
- Un esempio su come riportare i dati (riga 3);
- E, infine, i campi con le domande.

### 3. La *payout policy* è tema di etica bancaria?

In quest'ultimo capitolo, si apre la sezione relativa alla “*bottom line*” del bilancio bancario. Si analizzeranno, quindi, il trattamento e le possibili destinazioni degli utili, soffermandoci principalmente sulle più comuni modalità di payout agli shareholders: i dividendi e l'acquisto di azioni proprie. Dopo un primo approfondimento delle due tipologie dal punto di vista economico-patrimoniale, queste verranno valutate anche da un punto di vista etico. In particolare, si osserveranno i comportamenti delle principali banche mondiali ed italiane negli ultimi anni, con un focus sullo scoppio della pandemia di Covid-19 nel mondo occidentale a marzo 2020, che ha reso necessaria l'attuazione di restrittive sul tema da parte delle banche centrali. In questo capitolo rientra anche il tema della definizione di banca etica e sostenibile come previsto dall'art.111-bis del TUB, che nel primo capitolo era stato parzialmente accantonato.

#### ❖ Quando un'impresa decide di remunerare gli azionisti?

Lungo la sua attività, un'impresa attraversa diverse fasi, che nella *management literature* sono in genere standardizzate come: Start-up, Growth, Maturity, Decline. Dal punto di vista finanziario, tali fasi si concretizzano nella capacità dell'impresa di generare flusso di cassa disponibile per la distribuzione agli azionisti (Free Cash Flow). Inizialmente, per nascere (prima) e sopravvivere (subito dopo), l'iniziativa imprenditoriale necessita di capitali pazienti, oltre che di sapienza manageriale. Per “pazienti”, si intendono investitori che apportano capitale in una *venture* con un orizzonte di medio-lungo periodo, ben coscienti che, almeno nei primi anni, non sarà garantita alcuna remunerazione diretta, se non quella derivata da un aumento del valore della propria quota nella società, qualora la *business idea* risulti vincente e di successo. È evidente che il rischio di perdita dell'investimento è, in questa fase, elevatissimo.

Una volta rodato, un sano business model può permettere all'impresa di generare, dopo qualche tempo, flusso di cassa positivo. Generalmente, i primi flussi di cassa (in seguito, anche “FCF”) non vengono distribuiti agli azionisti, bensì reinvestiti nell'impresa. Le imprese con un modello di business sostenibile in fase di crescita, infatti, generano bassi margini, che non giustificerebbero una eventuale distribuzione di cassa agli *shareholders*. Un indicatore che permette di comprendere questa asserzione è il Price/Earnings *ratio*, indice che misura il

rapporto tra il prezzo di un'azione di una società con la quota di utili per azione (*Earnings per Share*, o EPS)<sup>101</sup>. Premettendo le seguenti ipotesi:

- l'impresa genera sempre lo stesso ammontare di utili e mantiene la stessa valutazione lungo l'intero corso della sua attività,
- l'impresa distribuisce sempre interamente il proprio utile tramite dividendi,
- l'azionista mantiene la propria quota azionaria, senza disinvestire,

possiamo agevolmente considerare il P/E *ratio* come il numero di anni che un investitore deve attendere prima di recuperare il proprio investimento iniziale. Storicamente, le imprese mature, grazie alla loro capacità di generare flussi di cassa costanti e alla più agevole valutazione dei propri asset (ormai consolidati), sono caratterizzate da un P/E *ratio* molto basso, che va da 1 a 25-30. Le imprese in piena fase di crescita, al contrario, hanno un P/E *ratio* elevato, in alcuni casi superiori a 500<sup>102</sup>; ciò è dovuto sia al costo dell'implementazione del business model, che nei primi anni “brucia” cassa, ma anche, soprattutto per start-up *innovative*, alla presenza di asset intangibili, la cui valutazione prospettica risulta certo non agevole. È evidente che, nella realtà caotica e volatile delle valutazioni d'impresa, il P/E *ratio* non possa che essere considerato solo come un primissimo indicatore della fase di vita e della salute reddituale di un'impresa.

Man mano che la crescita del fatturato e della quota di mercato crescono, l'impresa genera livelli di FCFs sempre maggiori, ma il management potrebbe decidere di non deliberare ancora alcun *payout*. Questo perché, evidentemente, esistono diverse possibilità di investimento che garantiscono un rendimento ben superiore al costo del capitale dell'impresa. Gli azionisti, in genere, accolgono con favore questo tipo di informazioni, dunque la mancata distribuzione non avrebbe effetti negativi sul prezzo delle azioni della società.

---

<sup>101</sup> Più agevolmente, l'indice può essere calcolato prendendo in considerazione la Market Capitalization (o “Market Cap”) e il risultato d'esercizio.

<sup>102</sup> Alla data in cui si scrive (16 gennaio 2021), Tesla Inc. registra un P/E *ratio* pari a 1659, a fronte di un incremento annuo del prezzo delle azioni di più del 700% (fonte: YahooFinance) e un risultato d'esercizio quasi nullo. È evidente che gli investitori non siano diventati del tutto irrazionali (sebbene per molti esperti è difficile non sostenere il contrario): il prezzo ha raggiunto tali livelli grazie al sentimento generale che gli ingenti investimenti effettuati dalla società negli ultimi anni generino in futuro un rendimento almeno pari a quello (altissimo) che gli investitori si attendono dal loro investimento nella società.

Diverso è il caso in cui l'impresa entra, finalmente, in una fase di maturità, in cui accumula cassa in eccesso che non trova spazio in piani di investimento economicamente sensati. A questo punto, il management generalmente, decide di disporre per remunerare gli azionisti<sup>103</sup>.

#### ❖ Come possono essere remunerati gli azionisti.

Si passa dunque al tema oggetto del presente capitolo, in cui ci si occuperà di valutare le principali forme di *payout* sotto il punto di vista economico e commerciale, prima di commentare le scelte in tema di etica bancaria da parte del legislatore e delle banche centrali.

Secondo l'art. 2350 del Codice civile, i diritti patrimoniali spettanti all'azionista sono il diritto agli utili e alla quota di liquidazione. Occorre a tal proposito fare una precisazione: il diritto ad ottenere la propria quota di patrimonio netto, spetta esclusivamente in caso di liquidazione totale o parziale della società, e solo dopo aver soddisfatto i creditori in ordine di *seniority*. La propria quota di partecipazione al patrimonio netto, inteso come capitale di rischio della società, infatti, non *deve* essere restituita (in condizioni normali<sup>104</sup>). Diversa è la cessione della propria partecipazione, per cui l'azionista ceda la propria partecipazione nel mercato secondario ad altro investitore ottenendo un prezzo in cambio, coerentemente con l'essenza della Società per Azioni, pensata dal legislatore come tipo di società aperta al grande pubblico e contendibile.

Possiamo, ora, introdurre la seconda modalità di *payout*, che si confronterà al dividendo classico: l'acquisto da parte della Società di azioni da essa stessa emesse, sul quale il Codice civile mantiene un certo livello di prudenza. Fenomeno in forte crescita negli ultimi decenni, in alcuni Paesi (come gli Stati Uniti) ha acquisito un'importanza pari o superiore agli stessi dividendi (finendo in molti casi per sostituirli) come modalità di remunerazione, in quanto molto spesso preferita anche dagli stessi azionisti. In realtà, guardare all'acquisto di azioni proprie esclusivamente come una forma di *payout* risulterebbe errato. Una società, infatti, può acquistare azioni precedentemente emesse per avere in dotazione degli asset da utilizzare in eventuali operazioni straordinarie (M&As), o per avviare piani di compensi ai propri dipendenti (generalmente in funzioni dirigenziali) basati su azioni, in funzione incentivante. Il management, poi, potrebbe favorire l'acquisto di azioni proprie quando ritiene che le azioni

---

<sup>103</sup> In realtà, in letteratura si è discusso sulla razionalità dei dividendi per imprese non ben amministrate e imprese in declino. EASTERBROOK (1984), ad esempio, sostiene che la distribuzione di dividendi possa essere uno dei metodi a disposizione per liquidare le imprese in declino.

<sup>104</sup> Casi particolari sono costituiti dal diritto di recesso ex-lege inderogabili o derogabili da statuto, in cui il socio decide unilateralmente di cessare il proprio rapporto con la società, ottenendo anticipatamente la propria quota di liquidazione.



siano scambiate sul mercato ad un prezzo molto inferiore al proprio valore. In questo caso, l'acquisto di azioni proprie ad un prezzo più alto (*premium*) rispetto a quello di mercato, generalmente si accompagna ad un impegno del management a mantenere la propria partecipazione nella società anche a quel prezzo maggiorato. Non è dunque l'acquisto di azioni proprie *per se* ad avere un effetto sul prezzo delle azioni, ma è il significato che l'operazione ha a causare un aumento del prezzo della partecipazione, detto anche "*Information Content*"<sup>105</sup> dell'acquisto di azioni proprie. L'*information content* è in realtà ancora più forte nella distribuzione di dividendi, per una ragione, però, leggermente diversa da quella vista per i buybacks. L'impatto dei dividendi sul prezzo delle azioni non è legato all'importo assoluto del dividendo, bensì al *trend* di distribuzione degli utili negli anni. Il management, generalmente, preferisce non apportare variazioni in aumento dei dividendi, ove l'operazione non fosse sostenibile economicamente, e, dall'altro lato, si guarda bene dal ridurli, in quanto questo darebbe segnali negativi al mercato. Un aumento nei dividendi segnala, infatti, la fiducia del management nella futura performance dell'impresa. L'aumento nei dividendi in una società che già paga dividendi, però, non preannuncia *maggiori* utili in futuro, ma utili *più stabili e sicuri*<sup>106</sup>.

Introdotti *buybacks* e dividendi (seppur in maniera semplicistica), è lecito chiedersi quale delle due forme di *payout* sia la più efficiente dal punto di vista economico per la società e per gli azionisti. Come vedremo, in quest'ultimo anno, soprattutto negli Stati Uniti, il fenomeno degli *share buybacks* è finito nel mirino dell'opinione pubblica e politica in quanto ritenuto tra le principali cause dell'illiquidità di giganti societari già nelle prime settimane dopo lo scoppio della pandemia. Nella breve trattazione che seguirà, verranno analizzati entrambi i punti di vista, per cercare di comprendere se e quanto deprecabili siano i buybacks, se effettivamente i dividendi siano da preferire o se in realtà l'acquisto di azioni proprie da parte della società sia in realtà una forma più efficiente di *payout*.

Tra le due opposizioni estremiste (chi preferisce il buyback e chi li contesta), una posizione interessante è fornita da Modigliani e Miller (1961)<sup>107</sup>, secondo cui, in condizioni di mercato prive di imperfezioni (senza costi di transazione, imposte ecc.), il pagamento di dividendi non

---

<sup>105</sup> BREALEY - MYERS - ALLEN, Principles of Corporate Finance, Tredicesima Edizione, p. 430.

Per approfondimenti sull'*information content* dei dividendi, NISSIM – ZIV, "Dividend Change and Future Profitability", The Journal of Finance, Vol.56, No. 6, dicembre 2001, che dimostrano una positiva correlazione tra una variazione nei dividendi e la futura redditività dell'impresa.

<sup>106</sup> Vedi nota precedente.

<sup>107</sup> MILLER - MODIGLIANI, "Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares, Journal of Business 34, pagg. 411-433, ottobre 1961.

aumenti il valore dell'impresa. Questo può essere infatti influenzato solo dalla redditività e dal rischio dell'impresa. Di fatto, secondo lo studio, una società che annuncia la distribuzione di un dividendo, non *acquista* valore per il fatto di remunerare gli azionisti. Il valore dell'azione, che in queste condizioni ipotetiche e non realistiche possiamo far convergere con il prezzo di mercato, semmai, dovrebbe ridursi dello stesso importo del dividendo nell'*ex-dividend date*<sup>108</sup>. La realtà, però, ci ha insegnato soprattutto negli ultimi anni, che il principio non è sempre vero. Specie nelle azioni *blue-chip* (strumenti di società solide dal punto di vista finanziario e reddituale che in genere distribuiscono dividendi regolarmente), il prezzo delle azioni cresce all'approssimarsi della *ex-dividend date* di un importo pari all'ammontare del dividendo: in questo modo, il valore al netto del dividendo è sostanzialmente uguale a quello precedente. In definitiva, la teoria della *dividend irrelevance*, sostiene che il dividendo, quale uscita di cassa che non apporta miglioramenti all'impresa, è in realtà fonte di impoverimento di una società. La questione, quindi, ora, muove sul *come* questo dividendo debba essere finanziato. Secondo lo studio, un'impresa deve considerare la propria *payout policy* solo una volta considerati gli investimenti in CAPEX e il capitale di debito fissi. In sostanza, un dividendo distruggerebbe valore qualora questo fosse finanziato da nuovo debito o da minori investimenti. Tenendo i CAPEX e il debito fissi, l'unico modo per finanziare un maggiore dividendo è, dunque, emettendo nuove azioni. Vale anche il contrario: nel caso in cui un'impresa voglia distribuire minori dividendi, sempre mantenendo fissa la struttura di capitale, l'unico modo in cui poter utilizzare il denaro risparmiato è acquistare azioni proprie.

Quanto detto finora possiamo agevolmente adattarlo anche ai *buybacks*. Nelle condizioni di cui sopra, acquisto di azioni proprie e distribuzione di dividendi hanno la stessa natura: entrambi sono distrazioni di denaro dal coacervo aziendale. Ma mentre per i dividendi non sembrano esserci opposizioni rilevanti (su cui anzi esiste un diritto a riceverli), la stessa cosa non si può certamente dire per i *buybacks*, sui quali (soprattutto negli Stati Uniti, in cui, non sono previsti vincoli materiali all'acquisto di azioni proprie, come invece in Italia) un accesissimo dibattito politico si protrae ormai da alcuni anni.

Ciò che viene contestato maggiormente al fenomeno dei *buybacks* (anche detti *share repurchases*) è il fatto di aumentare fittiziamente il prezzo delle azioni tramite la riduzione di capitale flottante per un certo periodo di tempo. In questo modo, l'EPS (*Earnings per Share*) aumenterebbe, in quanto maggiore è la quota di utili per ciascuna azione, come si denota nella

---

<sup>108</sup> È la data in cui il libro dei soci viene "bloccato" per permettere l'identificazione degli azionisti a cui spetta il dividendo. Chi acquista nell'*ex-dividend date* o successivamente, non avrà diritto al dividendo per quella particolare *tranche*; di conseguenza, il titolo dovrebbe subire una riduzione di prezzo pari al dividendo per azione.

parte destra dell'esempio che segue. L'esempio spiega in modo pratico, seppur grossolano, quello che è stato detto: un acquisto dell'8% delle azioni flottanti risulta in questo caso in un aumento dell'EPS pari all'8,7% (da 2,50 a 2,72).

Società: Riacquisto S.p.A.			
1	Numero di azioni flottanti	100	
2	Prezzo per azione	15	
3	Market Cap	1.500	<b>Acquisto 8% delle azioni flottanti</b>
			7 Share repurchase 8
4	Utile netto	250	8 Azioni flottanti (post-buyback) (1-7) 92
5	<b>EPS (4 / 1)</b>	<b>2,50</b>	9 <b>EPS (4/8)</b> <b>2,72</b>
6	P/E ratio (2 / 5)	6	10 Nuovo prezzo indicativo (6 x 9) <b>16,30</b>

Figura 21: Aumento dell'EPS in un'operazione di buyback.

Secondo alcuni esperti<sup>109</sup>, questo aumento dell'EPS è un artificio contabile fittizio, non reale, in quanto trattato a differenza dei dividendi (che come visto non influiscono positivamente sul prezzo dell'azione), i *buybacks* spingono il prezzo in alto, almeno nel breve periodo, grazie esclusivamente ad una operazione di *ingegneria finanziaria*. In realtà, come correttamente riporta un *blogger* del Financial Times<sup>110</sup> nella sezione "FT Alphaville" dedicata alla finanza, lo stesso prezzo indicativo si otterrebbe se al posto di acquistare azioni proprie, il management procedesse alla distribuzione di un extra-dividendo di pari valore, posto che entrambi siano finanziati con nuovo debito. L'esempio visto poco fa, per motivi di semplicità, non è completo: il processo di acquisto di azioni proprie vede due tipologie di soggetti: chi vende il proprio titolo alla società e chi lo mantiene. L'EPS calcolato prima ha senso solo per i secondi, coloro che effettivamente mantengono il titolo, in quanto futuri percettori di dividendi. Per i primi, la vendita infatti avviene normalmente ad un prezzo maggiorato (nei limiti di legge). Per questo motivo, se il prezzo indicativo fosse calcolato come una media dei valori ottenuti dai due gruppi, si avrebbe un nuovo prezzo indicativo esattamente uguale al prezzo dell'azione successivo al dividendo aumentato del valore del dividendo stesso.

In condizioni di mercato "normali", dunque, i due tipi di payout hanno lo stesso effetto: restituire cassa agli azionisti, con la differenza che, tramite i *buybacks*, questo avviene in maniera *ordinata*. Si spiegherà, ora, il perché.

Come anticipato, i sostenitori degli acquisti di azioni proprie non sono pochi e non sono nomi qualunque: Berkshire Hathaway, Amazon, Alphabet, Facebook, i quali però, occorre

<sup>109</sup> HADAS, "Why Buybacks Should Be Banned", blog.reuters.com.

<sup>110</sup> INDAP, "Buybacks, Dividends, Modigliani and Miller", Opinion FT Alphaville, settembre 2014.

sottolinearlo, hanno un rapporto debito/patrimonio netto pari (o quasi) a zero. I motivi per preferire i *buybacks* sono stati già brevemente riassunti. Volontariamente, ne è stato però tralasciato uno, particolarmente caro ai leggendari investitori Warren Buffet e Charlie Munger (rispettivamente Presidente e Vicepresidente del Consiglio di Amministrazione di Berkshire Hathaway Inc). Secondo i due investitori, l'acquisto di azioni proprie è un modo di distribuire cassa agli azionisti *che effettivamente vogliono disinvestire dalla società*. In questo modo, verrebbero accontentate tutte le parti:

- chi vende i titoli alla società, ottiene la propria quota di liquidazione;
- chi rimane, si trova a possedere di fatto una porzione di *equity* più consistente (in quanto a livello contabile, le azioni proprie in portafoglio, o *treasury stocks*, sono iscritte come posta negativa di patrimonio netto).
- Sono soddisfatti anche gli azionisti che preferiscono reinvestire gli utili nella società, perché, secondo programmi sani di acquisto di azioni proprie, la società vi destinerebbe solo una piccola parte degli utili, reinvestendo il resto nella crescita della società stessa.

Ad ogni modo, ciò che sembra trovare d'accordo entrambe le "fazioni" (pro- e anti-buybacks), è la fonte con cui finanziare il *payout* e lo scopo dello stesso. I vincoli legislativi su tali operazioni (dividendi e *buyback*) non avrebbero, infatti, ragione di esistere, qualora la distribuzione avvenisse mediante cassa in eccesso, a patto che questa non possa essere utilizzata per investire in progetti economicamente sensati o per riportare l'indebitamento a livelli più sostenibili. Ricorrere a nuovo debito per proseguire un programma di remunerazione degli azionisti non più sostenibile è, infatti, dannosa, per non dire "*stupida*"<sup>111</sup>.

#### ❖ Limiti ai dividendi e all'acquisto di azioni proprie

Il Codice civile pone dei limiti alquanto stringenti alla remunerazione dei soci. Per quanto riguarda i dividendi, l'art. 2433 ne consente la distribuzione solo se generati da "utili realmente conseguiti" e risultanti da bilancio, al netto della copertura di eventuali perdite precedenti. Inoltre, in funzione prudenziale, affinché si possa procedere alla distribuzione, il Codice fissa un obbligo di copertura, tramite riserve disponibili, di eventuali costi di impianto ed ampliamento pluriennali (Art. 2626 punto 5).

---

<sup>111</sup> Espressione pronunciata dallo stesso Warren Buffett nell'Assemblea degli Azionisti di Berkshire Hathaway di maggio 2020.

Nei confronti dell'acquisto di azioni proprie, il Codice civile mostra, nell'art.2357, una certa diffidenza e prudenza. Dispone, infatti, chiaramente che “la società non può acquistare azioni proprie, se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato”. Dopo una prima forte chiusura, quindi, il nostro legislatore apre alla possibilità di acquistare proprie azioni. I limiti temporali e i parametri dell'acquisto entro i quali gli amministratori possono operare sono stabiliti dall'assemblea che autorizza gli stessi a procedere.

Per le società cooperative (alla cui disciplina sottostanno le Banche di Credito Cooperativo), il legislatore prevede un requisito di solidità patrimoniale e, ove questo fosse rispettato, un limite quantitativo alla disposizione degli utili.

La possibilità di distribuzione di utili e di riacquisto delle azioni proprie è espressamente prevista per queste società dall'art. 2545 c.c., ma solo “se il rapporto tra patrimonio netto e il complessivo indebitamento della società è superiore ad un quarto”<sup>112</sup>. I soci devono comunque prevedere la possibilità dell'acquisto nell'atto costitutivo<sup>113</sup>. Le previsioni inerenti all'acquisto di azioni proprie nelle società cooperative (appena citate), possono essere pacificamente ritenute valide per le BCC, in quanto il Testo Unico Bancario, all'art. 150-bis (“Disposizioni in tema di banche cooperative”) non include l'art. 2529 c.c. tra le disposizioni non applicabili alla disciplina delle BCC.

La distribuzione di utili, può, essere, poi, accordata per la parte restante dopo i necessari accantonamenti a riserva legale (70% degli utili per le BCC<sup>114</sup> e il 10% per le Banche Popolari)<sup>115</sup>.

Non viene, infine, previsto un limite *tout court* per il riacquisto, da parte delle BCC, delle azioni precedentemente emesse<sup>116</sup>.

Oltre alle discipline del Codice civile, brevemente riassunte, gli istituti bancari sottostanno a rigidi vincoli di struttura del capitale. Per avviare forme di payout basate sull'acquisto di azioni proprie, che porterebbero dunque ad una riduzione dei fondi propri, l'ente bancario necessita

---

<sup>112</sup> Art. 2545 c.c., comma 2.

<sup>113</sup> Art. 2529 c.c.

<sup>114</sup> Si veda l'art. 37 TUB, che subordina la distribuzione agli utili anche alla destinazione del 3% degli utili ai fondi mutualistici per la promozione della cooperazione.

<sup>115</sup> Art. 31 TUB, comma 1.

<sup>116</sup> L'art.34 TUB, al comma 5, prevedeva in realtà un divieto di riacquisto di azioni proprie e di compensazione con le obbligazioni dei soci. Il comma è, però, stato abrogato dal D.LGS 342/1999.

della preventiva autorizzazione dell'autorità competente (nel caso dell'Italia rappresentata dalla Banca d'Italia)<sup>117</sup>. La banca può ottenere l'autorizzazione qualora sostituisca gli strumenti riacquistati o rimborsati con strumenti di qualità uguale o superiore, oppure previa valutazione positiva, da parte dell'autorità competente<sup>118</sup>, della struttura di capitale proprio, che devono in ogni caso rispettare i requisiti patrimoniali di cui agli articolo 92 e segg. del Regolamento (UE) n.575/2013.

Altre limitazioni previste da Regolamenti europei (questa volta diretta a qualsiasi entità quotata) hanno come fine quello di evitare casi di manipolazione del mercato<sup>119</sup>. Il Regolamento Delegato (UE) 2016/1052 include alcune previsioni relative al volume di azioni acquistabile dalla società in un singolo giorno, e al prezzo di acquisto proposto<sup>120</sup>.

A queste limitazioni e previsioni, nei primi mesi successivi allo scoppio della pandemia da Covid – 19, si sono aggiunte le raccomandazioni straordinarie delle Banche Centrali verso le politiche di *payout* avviate dalle banche.

**❖ La campagna contro i piani di *buybacks* degli istituti bancari e le restrizioni delle Banche centrali nel 2020.**

A un decennio dalla crisi finanziaria, cui è seguita una fase di profondo *deleveraging* e *capital buffering* per la quasi totalità degli istituti bancari, anche il settore bancario ha ripreso a remunerare gli azionisti a livelli pre-2008. Gran parte del merito nel rafforzamento della struttura di capitale è certamente da attribuire al maggior reinvestimento di utili nell'impresa, e, di conseguenza, a un minor *payout ratio*. Nel periodo pre-crisi, le principali banche europee distribuivano dividendi per il 36,7% degli utili conseguiti. Già solo 5 anni dopo, il *dividend payout ratio* è crollato al 21,7%, a fronte, però, di un ROE che dal 22,6% è passato al 3,9%<sup>121</sup>.

---

<sup>117</sup> Art. 77, Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013.

<sup>118</sup> Art. 78 comma 1 del medesimo Regolamento.

<sup>119</sup> Il divieto di manipolazione del mercato a livello europeo è introdotto dal Regolamento (UE) n. 596/2014 del 16 aprile 2014.

<sup>120</sup> Regolamento Delegato (UE) 2016/1052 dell'8 marzo 2016.

<sup>121</sup> COHEN, "How have banks adjusted to higher capital requirements?", BIS Quarterly Review, September 2013.

Negli ultimi anni, però, soprattutto nei paesi anglosassoni, i payout hanno visto un incremento che ha permesso agli azionisti di ottenere livelli record di rendimento sul prezzo dell'azione (*dividend e buyback yield*). La figura a lato evidenzia la repentina variazione in aumento del rendimento per gli azionisti sul prezzo delle azioni. Negli Stati Uniti (prime due colonne da destra), il rendimento totale è quasi triplicato, andando a sfiorare, nel triennio 2017-2019, il 10%. Un aumento considerevole ha riguardato anche le banche dell'area europea (terza e quarta colonna da sinistra), le quali, però, a differenza delle *peers* americane, prediligono il pagamento di dividendi, mentre il buyback yield è addirittura negativo<sup>122</sup>.

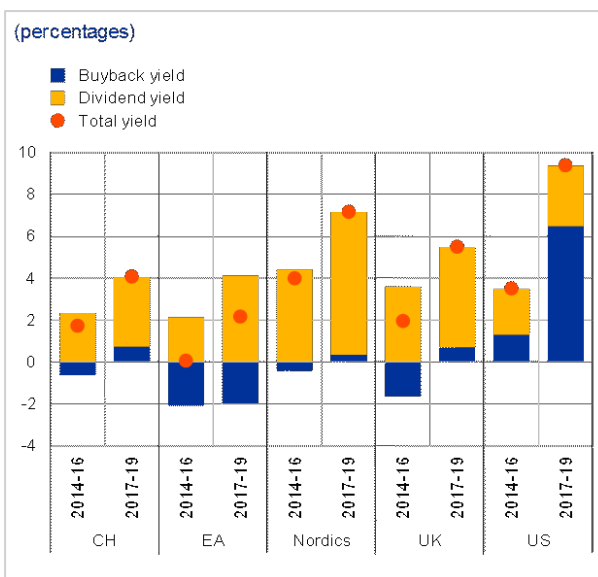


Figura 22: Buyback (blu) e dividend (giallo) ratio. Fonte: BCE, *Financial Stability Review* (vedi nota).

Nel 2020, però, i piani di remunerazione per gli azionisti hanno subito un brusco arresto, indotto dalla pandemia di Covid-19. A marzo, infatti, le principali banche centrali, tra cui la BCE, hanno “fortemente consigliato” agli istituti sotto la loro supervisione di procedere con prudenza a distribuzioni di dividendi e ad acquisto di azioni proprie, in modo da creare un cuscinetto in previsione di maggiori sofferenze sui crediti in portafoglio. Il blocco<sup>123</sup> (seppur non obbligatorio) è stato prorogato, non senza polemiche, al 30 settembre 2021, ed ha riguardato anche i piani di compensazione variabile del top management<sup>124</sup>. In alcuni mercati finanziari, come quello statunitense, l’acquisto di azioni proprie da parte di banche ed imprese costituiscono una massiccia fonte di liquidità da cui il mercato stesso dipende. Questo, come molti analisti del settore credono, potrebbe amplificare il periodo di recessione. Permane il dubbio, comunque, che il fenomeno dei buybacks generi un apprezzamento fittizio delle azioni, riflettendo non già un maggior valore presente e futuro creato dall’impresa, bensì al contrario

<sup>122</sup> Il motivo di un buyback yield negativo è generalmente riconducibile ad un numero di azioni emesse maggiore di quelle riacquistate.

<sup>123</sup> BCE - Banking Supervision, “ECB asks banks to refrain from or limit dividends until September 2021”, 15 dicembre 2020;

<sup>124</sup> BCE – Banking Supervision, “Remuneration policies in the context of the coronavirus (COVID-19) pandemic”, 15 dicembre 2020;

una minore capitalizzazione delle stesse<sup>125</sup>. Secondo calcoli effettuati dalla stessa BCE, il blocco ha permesso alle banche di trattenere utili per circa €27,5 mld, pari all'1,8% dell'*equity* totale delle banche sotto la supervisione della Banca Centrale Europea. Ciò potrebbe consentire alle banche di assorbire NPLs addizionali per circa €60mld. È sì vero che queste *recommendations* permettono straordinariamente di annullare campagne di payout già annunciate, senza conseguenze dal punto di vista reputazionale. A questo, però, si potrebbe contrapporre il rischio di un maggior costo del capitale proprio, e, dunque, di una maggiore difficoltà nel reperire risorse proprie sul mercato.

Vediamo le principali conseguenze del blocco sulle principali banche italiane:

- Intesa Sanpaolo: Il CdA di Intesa Sanpaolo ha deciso di sospendere la “proposta di distribuzione cash agli azionisti di circa 3,4 miliardi di euro, pari a 19,2 centesimi di euro per azione, già all’ordine del giorno dell’Assemblea ordinaria convocata per il 27 aprile 2020, e ha deliberato di proporre all’Assemblea ordinaria stessa l’assegnazione a riserve dell’utile dell’esercizio 2019.”<sup>126</sup>
- UniCredit ha bloccato l’implementazione del piano strategico “Team 23”, che prevedeva la distribuzione del 40% degli utili netti nel periodo 2020-2022 e del 50% (in combinazione tra dividendi cash e riacquisti di azioni proprie) nel 2023.
- Anche Mediobanca ha dovuto interrompere un programma di remunerazione degli azionisti, pari a € 2,5 miliardi cumulati in 4 anni fra dividendi e nuovo programma di riacquisto e cancellazione di azioni proprie.

### **Il tema del payout nelle banche etiche e sostenibili: l’art. 111-bis TUB.**

Le criticità delle forme di payout, e il rischio di sottocapitalizzazione che queste comportano se finanziate in modo illogico, hanno dunque portato il nostro legislatore a porre un freno in tal senso nella disciplina, già parzialmente discussa in precedenza, sulle banche etiche e sostenibili. In particolare, l’art. 111-bis del Testo Unico Bancario, prevede, al punto d) che:

d) [le banche etiche e sostenibili] non distribuiscono profitti e li reinvestono nella propria attività;

---

<sup>125</sup> PLENDER, “Wave of corporate defaults owes much to foolhardy share buybacks”, Financial Times, 29 aprile 2020.

<sup>126</sup> Comunicato Stampa della Banca.



Da una prima lettura, sembra essere escluso qualsiasi utilizzo degli utili eventualmente conseguiti, fuori dal reimpiego degli stessi nell'attività. Questo sembra essere confermato anche dalla bozza di Decreto Ministeriale attuativo, il quale precisa che la distribuzione di utili e riserve di utili "comunque denominate", non può avvenire neanche indirettamente, e non applica neanche nei casi di recesso *ex-lege*, disponendo quindi, evidentemente, che la quota di liquidazione debba intendersi esclusivamente con la porzione di capitale originariamente apportata in società.

L'esigenza del legislatore di dotare le banche etiche di un capitale che permetta di agire anche in aree e settori economicamente svantaggiati e per questo meno *bancabili*, si scontra però con un fattore che non può essere trascurato: il mercato. La remunerazione del capitale rimane, infatti, parte fondamentale nelle scelte di mercato degli investitori. Per attrarre capitali sempre più ingenti nel settore bancario etico, non basta semplicemente dimostrare di saper gestire il patrimonio in modo responsabile, ma bisogna permettere di ottenere un ritorno economico agli azionisti, ancorché più basso rispetto al mercato. Il vincolo di non distribuzione per le banche etiche si scontra anche con le *best practices* europee in tema di banche etiche. Istituti bancari con principi etici e sostenibili ormai consolidati come GLS Bank, Umweltsbank, Crédit Cooperatif, Credal hanno, negli anni, distribuito dividendi, o, quanto meno, non hanno posto vincoli di distribuzione *a priori*<sup>127</sup>.

Sulla possibilità di distribuire dividendi, buona parte della dottrina è concorde, quanto meno in modo da permettere agli azionisti di ottenere un rendimento almeno pari al tasso di svalutazione della moneta. C'è anche chi, per consentire una via d'uscita agli azionisti che vogliono disinvestire, consentirebbe addirittura i piani di acquisto di azioni proprie, ove la banca non avesse i mezzi e/o le intenzioni di scambiare i propri titoli azionari in mercati regolamentati<sup>128</sup>.

#### ❖ **Forme di payout nelle BCC**

Come visto nei precedenti capitoli, le BCC costituiscono la prima fonte di finanziamento per le piccole imprese italiane. Ciò grazie alla vicinanza e il forte legame degli istituti ai territori di riferimento. La stessa forma giuridica con cui sono costituite, di natura cooperativa, presuppone che lo stesso ricavato dell'attività sia destinato ai soci e ai clienti in misura rilevante, creando forti riflessi sulla gestione delle politiche di payout portate avanti dalle Banche.

---

<sup>127</sup> Le due banche tedesche Umweltbank AG e GLS Gemeinschaftsbank eG hanno deliberato una distribuzione di dividendi (range 1-3%) anche nel 2020, sugli utili conseguiti nel 2019.

<sup>128</sup> LANZAVECCHIA - TAGLIAVINI, Commento allo schema di D.M. attuativo delle norme contenute nell'art. 111-bis TUB, 24 ottobre 2019.

Analizzando gli statuti di un campione di dieci BCC (e due Banche Popolari), tra cui anche Banca della Marca, oggetto di studio nel secondo capitolo della presente trattazione, è stata trovata una sorta di *leitmotiv* tra le previsioni statutarie in tema di payout.

In particolare, nessuna delle banche analizzate esclude nello statuto la possibilità di distribuire dividendi o di riacquistare azioni proprie. Occorre ricordare, però, che le Banche di Credito Cooperativo e, in misura minore, le Banche Popolari sono già sottoposte a vincoli di disposizione degli utili (come si è potuto vedere nei paragrafi precedenti). Per la quasi totalità di BCC (8 su 10 analizzate, tra cui Banca della Marca), è comunque previsto un limite di distribuzione di utili rimanenti dalla destinazione di almeno il 70% a riserva legale: in questi istituti, è infatti possibile distribuire utili in misura inferiore al rendimento dei buoni fruttiferi postali più due punti percentuali e mezzo sul capitale investito.

### ❖ Conclusioni

Dal punto di vista ideologico, non essendoci di fatto alcun diritto ad ottenere la propria quota investita in capitale di rischio, l'acquisto di azioni proprie potrebbe risultare inopportuno. Ciò non toglie che, in effetti, alcune delle ipotesi a favore dei *buybacks* non sono prive di senso logico. Quanto al problema della distrazione della cassa dagli investimenti nella crescita della società, questo vale tanto per i *buybacks* quanto per i dividendi, con la differenza che le azioni proprie riacquistate rimangono nel patrimonio della società che, con i limiti di cui al 2357-ter, può disporre liberamente, mentre la distribuzione di dividendi costituisce un'uscita di cassa definitiva. La bilancia quindi sembrerebbe pendere dalla parte dei *buybacks*, se non fosse per due punti fondamentali:

1. È opinione comune che una società debba perseguire un piano di acquisto di azioni proprie quando "è nell'interesse dell'investitore di lungo termine che la società lo faccia", utilizzando le parole di Jamie Dimon, CEO di J.P. Morgan. Di conseguenza, per i motivi elencati in precedenza, acquistare azioni proprie non è preferibile *a prescindere*. Tuttavia, qualora la società riesca ad autofinanziarsi a sufficienza e possieda una solida struttura finanziaria, un programma di acquisto di azioni proprie a un prezzo che sia comunque al di sotto del loro valore intrinseco, potrebbe risultare sensato dal punto di vista finanziario. L'esperienza degli ultimi anni, però, ha dimostrato che, in media, le società abbiano perseguito programmi di acquisto di azioni proprie in maniera più ingente quando i principali indici di mercato erano a livelli alti, mentre nei

periodi cd. *bearish*, l'acquisto veniva ridotto<sup>129</sup>. E ciò va contro alla più elementare delle regole di un buon investitore, cioè del “*buy low, sell high*”.

2. Il naturale incremento dell'EPS, conseguente al consolidamento della compagine azionaria successivo all'acquisto delle azioni proprie, ha un senso solo se questo venisse accompagnato da una effettiva distribuzione di dividendi. Altrimenti, l'aumento della percentuale di utili netti spettanti a ciascuna azione rimarrebbe solo “sulla carta”, e verrebbero lasciati fuori gli azionisti che non hanno interesse a disinvestire ma che si attendono una remunerazione periodica.

---

<sup>129</sup> SAKINC, “Share Repurchases in Europe: A Value Extraction Analysis”, ISIGrowth, 16/2017.

## Conclusioni

Giunti al termine della trattazione, si ritiene necessario menzionare i punti volutamente esclusi dalla stessa, e le probabili direzioni future in cui la materia potrebbe svilupparsi.

- Il settore assicurativo, a cui non si è fatto riferimento nel lavoro che si sta concludendo, sarebbe, in realtà, tra i maggiori beneficiari di una piena considerazione del rischio ambientale.
- Il settore della consulenza finanziaria, già profondamente riformato con la rivisitazione della Direttiva MiFID II<sup>130</sup>, potrebbe costituire un'opportunità per guidare i piccoli risparmiatori verso investimenti *green*, anche in qualità di garanti contro i fenomeni di *greenwashing* dei prodotti finanziari.
- Le novità normative e gli studi promossi da diversi organi internazionali tra cui l'Unione Europea, rappresentano sicuramente passi in avanti verso un mercato finanziario *green* efficiente. Tuttavia, gli *output* dei lavori risultano di difficile applicazione in quei Paesi, come l'Italia, in cui il tessuto economico è composto da imprese di dimensione medio-piccola.

Il progetto presentato nel secondo capitolo è stato pensato sin dal principio proprio per queste categorie. È pur vero, però, che, anche grazie a nuovi segmenti di mercato azionario ed obbligazionario ad esse riservate, anche le PMI hanno sempre maggiore accesso a capitali non bancari. Di conseguenza, sarebbe auspicabile modulare gli obblighi anche alle PMI *green* che vogliono affacciarsi sul mercato dei capitali.

- I progressi sulla finanza sostenibile sembrano concentrarsi esclusivamente sugli aspetti ambientali, mentre restano esclusi gli obiettivi di inclusione sociale, messi a dura prova dalle disuguaglianze e distorsioni sociali acute dalla pandemia da Covid-19.

---

<sup>130</sup> Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014.

# Bibliografia

## Letteratura

MALJEAN-DUBOIS, SPENCER, WEMAERE, “The Legal Form of the Paris Climate Agreement: a Comprehensive Assessment of Options”, *Carbon & Climate Law Review*, Vol. 9, No.1;

REMLING - CAUSEVIC, “Climate-Related Security Risks in the 2020 updated Nationally Determined Contributions”, *SIPRI Insights on Peace and Security*, No.2021/1;

CAPARROS, “The Paris Agreement as a step backward to gain momentum: Lessons from and for theory”, *Revue d'économie politique*, Vol. 126, No. 3 (maggio–giugno 2016), pp. 347-356;

BROWNE – GOLDTOOTH, “Paris Agreement is "Dangerous Distraction", *Race, Poverty & the Environment*, Vol.21, No.1, *Power in Place* (2016), pp.92-95;

RIDING, “Asset managers lobby Brussels to delay sustainable investing rules”, *Financial Times* del 30 agosto 2020;

TANG – STEEL “ESG Credit Quarterly: 1Q20”, *Fitch Ratings*;

BECCHETTI, “L’economia e la finanza nei mercati globali: le cause “filosofiche” dei problemi, la declinazione dei problemi in banca e finanza e le direzioni per le soluzioni”, *Università degli Studi di Roma “Tor Vergata”*;

FONDAZIONE FINANZAETICA, FUNDACIÓN FINANZAS ETICAS - “La Finanza Etica e Sostenibile in Europa” (terzo rapporto), Febbraio 2020;

MACCHIAVELLO, “Possono esistere “banche etiche”?”, *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, 1/2019;

LANZAVECCHIA – TAGLIAVINI, “Osservazioni, commenti e proposte allo schema di D.M. recante l’attuazione delle norme contenute nell’art. 111-bis del Testo Unico Bancario”;

BANCA POPOLARE ETICA, commento di allo schema di D.M. recante l’attuazione delle norme contenute nell’art. 111-bis del Testo Unico Bancario, 24 ottobre 2019;

SCUOLA DI ECONOMIA CIVILE, “Metriche per la valutazione delle retribuzioni dei lavoratori e dei manager”, novembre 2019;

AUTORI VARI, “Enhancing Environmental Risk Assessment in Financial Decision-Making”, luglio 2017;

NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, “Overview of Environmental Risk Analysis by Financial Institutions”, Settembre 2020;

ETICA SGR, “Rischio ESG, nuova frontiera nelle strategie di investimento”;

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, “L’Unione Europea e la Finanza Sostenibile: Impatti e prospettive per il mercato italiano”;

VISCO, Intervento del Governatore della Banca d’Italia, “La finanza d’impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive”, 13 Febbraio 2019;

BAFFI CAREFIN BOCCONI – EQUITA - Sesta conferenza su: “The Italian Corporate Bond Market: What’s Happening to the Capital Structure of Italian Non-Financial Companies?”;

HOWELLS - BAIN, “The Economics of Money, Banking and Finance”, Pearson, 2008;

CARRETTA, “Il Credito Cooperativo: storia, diritto, economia, organizzazione”, Il Mulino, 2012;

BREALEY - MYERS - ALLEN, Principles of Corporate Finance, Tredicesima Edizione, p. 430;

MILLER - MODIGLIANI, “Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares, Journal of Business 34, pagg. 411-433, ottobre 1961;

COHEN, “How have banks adjusted to higher capital requirements?”, BIS Quarterly Review, September 2013;

CLIMATE BOND INITIATIVE, “Green Bond Market: Summary Q3 2020”, November 2020;

LOAN MARKET ASSOCIATION ET AL., “Green Loan Principles”, Maggio 2020;

NISSIM – ZIV, “Dividend Change and Future Profitability”, The Journal of Finance, Vol.56, No. 6, dicembre 2001;

EASTERBROOK, “Two Agency-cost Explanations for Dividends”, *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4, settembre 1984.

### **Norme e Atti con valenza normativa**

Testo Unico Bancario, artt. 32, 37, 37-bis, 37-ter, 111-bis;

COP21 – “Paris Agreement”, United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC), siglato il 22 aprile 2015;

“Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Capital Markets Union - accelerating reform” - COM/2016/0601 final;

Comunicazione 2017/C 215/01 della Commissione Europea, “Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information)”.

European Parliament resolution of 15 January 2020 on the European Green Deal (2019/2956(RSP));

L. 232/2016, “Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019”;

EUROPEAN ENVIRONMENT AGENCY, “Consolidated Annual Activity Report 2018”, giugno 2019;

Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020;

Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013.

Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014.

Regolamento Delegato (UE) 2016/1052 del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 marzo 2016.

Direttiva (UE) 2016/2341;

Direttiva 2014/65/EU Del Parlamento Europeo E Del Consiglio Del 15 maggio 2014;

Direttiva 2014/95/EU Del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, “amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups”;

UNEP FI Corporate Impact Analysis Tool & Portfolio Impact Analysis Tool for Banks;

TEG on Sustainable Finance “Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance”;

Banca d’Italia, “Disposizioni di vigilanza per le banche”, Circolare n.285 del 17 dicembre 2013;

EUROPEAN CENTRAL BANK BANKING SUPERVISION, “Risk Assessment for 2020” - Key Risk Drivers, 2019;

G20 GFSG, “GFSG Green Finance Synthesis Report 2017”, Luglio 2017;

TCFD, “Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures”, Final Report, Luglio 2017;

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, “Report on Climate-related Disclosures”, gennaio 2019;

ICMA, “Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds”, Giugno 2017.;

Technical Expert Group on Sustainable Finance, “TEG Report: Proposal for an EU Green Bond Standard”, Giugno 2019;

Circolare n.285 della Banca d’Italia – “Disposizioni di Vigilanza per le Banche”;

BCE - Banking Supervision, “ECB asks banks to refrain from or limit dividends until September 2021”, 15 dicembre 2020;

BCE – Banking Supervision, “Remuneration policies in the context of the coronavirus (COVID-19) pandemic”, 15 dicembre 2020;

### **Articoli di Quotidiani**

INDVIK, “Sustainable Fashion? There’s no such thing”, Financial Times, 13/11/2020;

HADAS, “Why Buybacks Should Be Banned”, blog.reuters.com;

INDAP, “Buybacks, Dividends, Modigliani and Miller”, Opinion FT Alphaville, settembre 2014;

PLENDER, “Wave of corporate defaults owes much to foolhardy share buybacks”, Financial Times, 29 aprile 2020;

KENT, “Fashion’s Greenwashing Problem Begins with Bad Data”, Business of Fashion, Settembre 2020.

### **Bilanci di esercizio e comunicazioni societarie:**

Gruppo ICCREA, Bilancio d’esercizio (2019);

Cassa Centrale Reiffeisen, Bilancio d'esercizio (2019);

Cassa Centrale Banca, Bilancio d'esercizio (2019);

BCC Federcasse, "Tutti i numeri delle Banche di Credito Cooperativo (Dati provvisori al 31 Marzo 2020)", marzo 2020;

Intesa Sanpaolo, "Green Bond Report 2020", Giugno 2020.

Intesa Sanpaolo, "Green Bond Focused on Circular Economy Report", Dicembre 2020.

Mediobanca Group, "Green and Sustainable Bond Framework: Inaugural Green Bond Transaction", Agosto 2020.

Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop., Statuto, Art. 2.

Banca della Marca Credito Cooperativo Soc. Coop., "Bilancio Sociale 2019".

Statuti di Banche di Credito Cooperativo e Banche Popolari (Banca della Marca, Gruppo Bancario ICCREA, BBC Roma, Banca Popolare Etica, BCC Centro Calabria, BCC Crotonese, Gruppo Reiffeisen, Banca Centropadana Credito Cooperativo)