



THE ITALIAN CLIMATE CHANGE THINK TANK

MAPPATURA DEGLI STRUMENTI FINANZIARI PER LA TRANSIZIONE GREEN

TECHNICAL REPORT
OTTOBRE 2023

Mario Noera
Silvia Ainio
Beatrice Moro



SOMMARIO

Introduzione	4
1 Il quadro generale e di policy	8
1.1 La strategia finanziaria del Green Deal europeo	8
1.2 La definizione di attività sostenibili e la regolamentazione di <i>disclosure</i> (*)	12
2 Strumenti di debito green	14
2.1 Obbligazioni verdi, sostenibili e sociali: classificazione generale	14
2.2 Le tendenze del mercato internazionale ed europeo (**)	16
2.3 Il mercato in Italia	22
2.3.1 BTP green	22
2.3.2 Il segmento green bonds di Borsa Italiana	26
2.3.3 Gli strumenti di debito dedicati alle PMI: minibonds e basked bonds	26
3 Strumenti creditizi per la sostenibilità	30
3.1 Green Loans e Sustainability Linked Loans	30
3.2 Energy Efficient Mortgages (EEM)	31
3.3 Il mercato dei prestiti green	33
3.4 L'evoluzione in atto della regolamentazione europea in materia di prestiti "green"	34
4 Strumenti di cartolarizzazione degli attivi (green securitization)	38
4.1 Covered bonds e Asset backed securities	38
4.2 Green securitization	42
4.2.1 L'opportunità di estendere la garanzia statale sugli ABS green	44
4.2.2 L'applicazione dei EUGBS alle cartolarizzazioni	45
4.3 Il mercato europeo delle cartolarizzazioni "green"	46
5 Veicoli di investimento gestiti a sostegno dell'economia reale e delle PMI	47
5.1 Fondi di Private Debt e Private Equity	49
5.1.1 European Venture Capital Funds (EuVECA) e European Social Entrepreneurship Funds (EuSEF)	50
5.1.2 ELTIF (European Long-Term Investment Funds)	51

5.2 Piani di Investimento del Risparmio (PIR) 52

6 Strumenti derivati **55**

6.1 Sustainability-linked derivatives (SLD) 56

6.2 ESG-related Credit Derivatives 58

6.3 ESG-related Exchange Traded Derivatives 59

6.4 Emission Trading Derivatives 59

6.5 Renewable Energy Certificates (REC) 61

6.6 Debt Climate Swaps (DCS) (**) 61

APPENDICI () 64**

(*) A cura di Beatrice Moro

(**) A cura di Silvia Ainio

INTRODUZIONE

Secondo tutte le stime preliminari degli investimenti necessari all'Italia per il raggiungimento degli obiettivi europei Fit-for-55, l'ammontare del fabbisogno finanziario complessivo è superiore ai 100 mld di euro medi annui, dei quali solo una frazione può essere coperta dalle risorse dedicate del PNRR¹. Quest'evidenza impone di definire una strategia di mobilitazione di ingenti risorse finanziarie pubbliche (come incentivi; garanzie; crediti d'imposta ecc.) e private (come credito e investimenti mobiliari) condizionali al raggiungimento degli obiettivi di decarbonizzazione, di efficienza energetica, di riconversione del sistema produttivo e di aumento della resilienza del Paese ai cambiamenti climatici².

Il mercato finanziario italiano ha una dimensione molto significativa: a fine 2022 lo stock di attività finanziarie del Paese ammontava complessivamente (al netto di biglietti e monete, riserve auree e depositi bancari) a 13,9 trilioni di euro³ (7,3 volte il Pil⁴), dei quali poco meno di 2,2 trilioni rappresentato da titoli emessi dal settore pubblico. Guardando alle passività delle sole imprese non finanziarie lo stock in essere di titoli emessi ammontava a 150 mld e i prestiti a medio-lungo termine ammontavano ad ulteriori 204 miliardi. La capacità complessiva del Paese di gestire e allocare le risorse finanziarie accumulate è quindi enorme, ma altrettanto rilevanti sono i fattori che ne limitano il potenziale riorientamento a supporto della transizione energetica e produttiva imposta dalla sfida climatica.

Esistono infatti ancora notevoli barriere e ostacoli allo sviluppo di finanziamenti *green*. Un rapporto preliminare di ICF elaborato nel 2021 per il MEF ne individuava i principali nelle caratteristiche strutturali del mercato finanziario italiano⁵:

- la scarsa capienza di progetti di investimento – a causa di difficoltà amministrative, lunghezza dei processi autorizzativi, limitata capacità e proattività della pubblica amministrazione;

¹ ECCO, “Quanti investimenti sono necessari per decarbonizzare l'economia italiana? Un'analisi propedeutica alla revisione del PNIEC”, Technical paper (giugno 2023), <https://eccoclimate.org/it/quant-investimenti-sono-necessari-per-decarbonizzare-leconomia-italiana/> ; RSE, “Studi a supporto della governance del sistema energetico nazionale” (Dicembre 2021); Enel Foundation-Studio Ambrosetti, “Net-Zero E-economy 2050. Decarbonization Roadmaps for Europe: Focus on Italy and Spain” (August 2022); Confindustria, “Scenari e valutazioni di impatto economico degli obiettivi Fit-for-55 per l'Italia” (marzo 2023);

² ECCO, “Quale strategia finanziaria per la transizione climatica in Italia?”. Policy Brief (settembre 2023)

³ A fine 2022, il totale delle attività finanziarie del Paese, al lordo anche di attività monetarie e riserve auree, ammontava invece a 18,9 tr. di euro. Cfr. Banca d'Italia, *Relazione annuale 2022*, Appendice, Tav.a5.3

⁴ Il Pil italiano secondo Eurostat ammontava a fine 2022 a 1909 mld. Cfr. Eurostat *Euroindicators* (April 2023),

⁵ Cfr. ICF, “Sustainable Finance and Investments for the Transition to a Green Economy.” (December 2021)

- la debolezza e l'incoerenza del quadro di politica industriale - con riguardo agli investimenti di riconversione produttiva e di adattamento *green*, la permanenza di incentivi e sussidi ai combustibili fossili;
- la forte dipendenza del sistema produttivo dal credito bancario e la crescente selettività di erogazione di quest'ultimo - in conseguenza del persistere di una elevata incidenza di NPL, oltre a nuove disposizioni di vigilanza prudenziale in relazione ai rischi climatici fisici e di transizione: elementi che richiedono politiche che favoriscano il *de-risking* a favore del credito bancario destinato a investimenti sostenibili e agevolazioni alla loro cartolarizzazione;
- la predominanza di PMI e di micro-imprese - che limita la diffusione dell'innovazione finanziaria e l'accesso al mercato dei capitali⁶, rendendo necessario lo sviluppo di un mercato di mini bonds e l'incentivazione di investitori istituzionali specializzati (ELTIF/PIR);
- le difficoltà di attivazione di Partnership Pubblico-Privato (PPP) - a causa di pratiche burocratiche che ne disincentivano la costituzione, nonché la limitata comprensione della loro utilità, dovuta all'assenza di assistenza e di iniziative di promozione/incentivazione soprattutto nei confronti degli enti locali⁷.

Superare e rimuovere l'insieme di questi vincoli strutturali e normativi rappresenta la sostanza di una strategia finanziaria complessiva per la transizione climatica, che in Italia purtroppo ancora manca.

L'*action plan* proposto dal rapporto ICF si incardinava su due pilastri: (a) rendere verde la finanza (*greening finance*), ovvero rendere la transizione climatica l'asse strategico dell'azione di tutti gli attori del sistema finanziario; (b) finanziare la transizione (*financing the green*), ovvero accelerare la mobilitazione di risorse private a sostegno delle politiche di decarbonizzazione e di riconversione verso un'economia sostenibile. I due pilastri si articolavano in ulteriori raccomandazioni di alto livello che possono essere raggruppate su quattro assi tematici principali:

- potenziare la conoscenza e la capacità operativa (*knowledge and capacity*) dei *decision makers* (istituzioni pubbliche, responsabili della regolamentazione, *management* e supervisor delle imprese, ecc.);
- definire un *policy framework* coerente e affidabile;
- favorire il *reporting* non-finanziario e la trasparenza;
- incentivare lo sviluppo e la diffusione di prodotti finanziari sostenibili.

⁶ La maggiore disponibilità di risorse interne che mette in grado le imprese di più grande dimensione di ottenere *ratings* ESG migliori e attirare le preferenze degli investitori, con effetti di spiazzamento delle imprese minori non necessariamente correlati ad una effettiva minore sostenibilità;

⁷ C.Giorgiantonio. "Infrastructure and PPP in Italy: The Role of Regulation", Journal of Infrastructure, Policy and Development (2019)

AMBITO DEL RAPPORTO

Il presente rapporto si confronta esclusivamente con l'ultima delle raccomandazioni precedenti, assumendo come premessa che i punti che lo precedono sono decisivi e dirimenti⁸ e che sia necessario avviare approfondimenti e riflessioni sulla “cassetta degli attrezzi” disponibili per dare attuazione operativa alle strategie. Il paper si muove in questo spazio, volutamente delimitato, con lo scopo di effettuare una ricognizione preliminare degli strumenti finanziari esistenti e/o potenzialmente adottabili al fine di accelerare il riorientamento della finanza privata a supporto della transizione.

Il quadro generale in cui si colloca questo esercizio è quello che ECCO ha sviluppato in altre sedi e a cui si rinvia⁹, nella consapevolezza che l'adozione e lo sviluppo di tali strumenti presuppone necessariamente un forte *commitment* dei decisori politici e del *management* delle istituzioni finanziarie-chiave, un quadro strategico di *policy* e di *governance* coerenti e focalizzati, condizioni di trasparenza e di *accountability* ben definite ed efficaci.

In finanza, la natura tecnica degli strumenti finanziari utilizzabili (debito, credito, equity, cartolarizzazioni, derivati, ecc.) non qualifica la loro destinazione specifica, ma solo la loro tipologia contrattuale. I rapporti di debito si differenziano dai rapporti di proprietà o di gestione del rischio in ragione della loro specifica configurazione tecnico/legale e sono generalmente fungibili per il finanziamento di qualunque attività. Gli strumenti finanziari acquisiscono quindi una valenza a sostegno della sostenibilità ambientale e della transizione climatica solo se sono esplicitamente vincolati a questo scopo. Ogni tipologia di strumento finanziario può dunque essere qualificata come “sostenibile” (o *green*):

- a) se i proventi raccolti/mobilizzati sono destinati a finanziare attività/investimenti sostenibili (ad es. *green bonds/loans*);
- b) se le condizioni di remunerazione sono indicizzate al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità (ad es. *sustainability-linked bonds/loans*);
- c) se sono collegati a strumenti sottostanti che hanno le caratteristiche sub (a) e/o (b) (ad es. cartolarizzazioni e derivati).

Per qualunque strumento finanziario, la qualifica di “sostenibile” o “green” dipende da vincoli contrattuali accessori e dall'esistenza di condizioni abilitanti, come:

⁸ ECCO, “Il Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima. Quali prospettive per la revisione?” Technical Report (marzo 2023), <https://eccoclimate.org/it/pniec-quali-prospettive-per-la-revisione/>

⁹ ECCO, “Quale strategia finanziaria per la transizione climatica in Italia?”. Policy Brief (settembre 2023), <https://eccoclimate.org/it/quale-strategia-finanziaria-per-la-transizione-climatica-in-italia/>

- la definizione inequivoca del perimetro dei progetti e delle attività finanziabili;
- l'indicazione di obiettivi e *key-performance-indicators* (KPIs) quantificabili e comunque valutabili su base oggettiva;
- il monitoraggio e la certificazione della destinazione dei proventi e/o del raggiungimento degli obiettivi.

A loro volta la praticabilità di queste condizioni presuppone l'esistenza di un ecosistema normativo che consenta la raccolta e la disponibilità di dati e informazioni, attendibili e non manipolabili, in un contesto di trasparenza e di *reporting* adeguato. La strategia finanziaria del *Green Deal* europeo ha come asse portante la realizzazione di tale ecosistema normativo. Anche a livello internazionale è in atto un processo di convergenza verso l'adozione di protocolli di valutazione e di standard di misura omogenei. Di questi aspetti di contesto daremo una sintetica rappresentazione nel primo capitolo.

I capitoli successivi saranno invece dedicati a una rassegna delle caratteristiche tecniche delle principali tipologie di strumenti. Non è sviluppata in questa sede alcuna valutazione di fattibilità o di mercato, aspetti che saranno invece oggetto di futuri approfondimenti specifici.

Come introduzione a questi possibili sviluppi analitici è possibile abbozzare una prima griglia di lettura degli strumenti presi in considerazione, riclassificandoli in relazione alla loro natura tecnica e alla loro vocazione funzionale (cfr. Tab. 0.1). Alcuni strumenti sono veicoli di trasferimento diretto di risorse (titoli obbligazionari e azionari), altri hanno funzione prevalente di allocazione intermediata di queste ultime (prestiti, fondi di investimento), altri ancora rappresentano “leve” di intervento sulle caratteristiche di rischio/rendimento degli strumenti stessi (garanzie). Infine, vi è la variegata famiglia degli strumenti derivati e di cartolarizzazione, che possono svolgere funzioni accessorie a un efficiente funzionamento dei mercati (trasferimento dei rischi, riorientamento delle finalità dei sottostanti o di trasformazione di attività tangibili in strumenti mobiliari negoziabili).

Nell'ambito delle funzioni specifiche che ciascuno strumento può svolgere, sarà necessario esplorare le modalità più idonee per favorirne lo sviluppo attraverso agevolazioni fiscali mirate, l'estensione di garanzie pubbliche condizionali, l'identificazione puntuale degli adeguamenti normativi e di mercato necessari **[cfr. Appendice V].**

Tabella 1 – Overview possibili strumenti finanziari per la transizione “green”

	Strumenti di credito	Strumenti obbligazionari	Strumenti azionari	Strumenti derivati
Riorientamento flussi finanziari	• Green Loans (GL) • Sustainability linked loans (SLL) • Energy Efficiency Mortgages (EEM)	• Green bonds (GB) • Sustainability linked bonds (SLB) • Minibonds/Basket <i>green</i> bonds • <i>Green</i> Private credit	• <i>Green</i> Private equity • <i>Green</i> ELTIF / PIR • <i>Green</i> EuVECA / EuSEF	• Sustainability linked Derivatives (SLD) • ESG-related Credit Derivatives (CDS) • ESG-related Exchange Traded Futures/Options • Emission Trading Futures/Options • Renewable Energy Derivatives
De-risking	• Garanzie/co-garanzie NPBs su crediti bancari	• Garanzie statali su ABS		
Mobilizzazione assets in essere		• Covered Bonds • ABS	• Public/private partnerships (PPP)	• Debt Climate Swaps (DCS)

7 IL QUADRO GENERALE E DI POLICY

1.1 LA STRATEGIA FINANZIARIA DEL GREEN DEAL EUROPEO

La sostenibilità ambientale è una delle questioni più rilevanti e urgenti con cui l'attuale e le prossime generazioni sono chiamate a confrontarsi. Su questo terreno, la finanza gioca un ruolo strategico. Da un lato, i cambiamenti necessari a garantire la sostenibilità delle economie richiedono la mobilitazione di risorse su una scala non sostenibile dalle sole finanze pubbliche, implicando la necessità di un ampio coinvolgimento delle istituzioni finanziarie private; dall'altro, la trasformazione energetica ed ecologica impone, a intermediari e imprese, nuovi assetti di *governance* e una gestione strutturata dei rischi diretti e indiretti della transizione.

In questa prospettiva, l'Unione Europea ha ridefinito le proprie priorità di strategia industriale¹⁰ avviando un progetto di grande portata a supporto della transizione "verde" (il *Green Deal* europeo o EUGD)¹¹. Sull'abbrivio della pandemia da Covid19, l'UE ha

¹⁰ European Commission, "A new industrial strategy for Europe" COM(2020) 102 final (10/3/2020); "Updating the 2020 New Industrial Strategy", COM(2021) 250 final (5/5/2021).

¹¹ "The European Green Deal", COM (2019) 640 final (11/12/2019), e l'insieme di proposte legislative del pacchetto "Fit for 55" (14/7/2021), https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/delivering-european-green-deal_en.

stanziato ingenti risorse pubbliche a sostegno di entrambe queste priorità (il *Next Generation Fund* o NGEU)¹².

A fronte alla necessità di mobilitare ulteriori risorse finanziarie private, la UE ha messo a punto una duplice strategia. La prima è finalizzata a creare un contesto di incentivi favorevole al riorientamento volontario verso investimenti ESG (*Environment, Social and Governance*) dei portafogli finanziari di investitori istituzionali (*asset managers*, fondi pensione, assicurazioni, banche ecc.)¹³. La seconda è tesa ad amplificare (*leveraging*) l'effetto delle risorse pubbliche del NGEU mobilitando finanziamenti privati attraverso la concessione di garanzie e contro-garanzie pubbliche alla *Banca Europea degli Investimenti*, agli Istituti nazionali di promozione (*National Promotion Banks*) e, attraverso queste ultime, alle banche ordinarie¹⁴.

La “*strategia per il finanziamento della transizione a un’economia sostenibile*”¹⁵ (tracciata nelle sue linee generali già nell’*Action Plan* del marzo 2018¹⁶) svolge un ruolo di complemento decisivo per il successo del *European Green Deal* (EUGD)¹⁷.

La strategia UE per facilitare questa massiccia ricomposizione dei portafogli privati verso una finanza sostenibile, riguarda tre principali obiettivi: (1) riorientare i flussi di capitale verso un’economia più sostenibile; (2) favorire la trasparenza e la visione a lungo termine; (3) rendere *mainstream* l'adozione di criteri di sostenibilità nelle pratiche di investimento e di *risk management* degli intermediari.

¹² European Commission, “*The EU’s 2021-2027 Long-Term Budget and Next Generation EU. Facts and Figures*” (April 2021). https://ec.europa.eu/info/publications/multiannual-financial-framework-2021-2027-commitments_en

¹³ European Commission (2021), “*Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*”, COM (2021) 390 final e SWD (2021) 180 final (6.7.2021). https://ec.europa.eu/info/publications/210706-sustainable-finance-strategy_en

¹⁴ European Commission (2018), “*Action plan: Financing sustainable Growth*” COM (2018) 97 final (8.3.2018). https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-renewed-strategy_en ; European Commission, “*The European Green Deal*” COM (2019) 640 final 11.12.2019. https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en

¹⁵ European Commission (2021), “*Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*”, COM (2021) 390 final e SWD (2021) 180 final (6.7.2021). https://ec.europa.eu/info/publications/210706-sustainable-finance-strategy_en

¹⁶ European Commission (2018), “*Action plan: Financing sustainable Growth*” COM (2018) 97 final (8.3.2018). https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-renewed-strategy_en

¹⁷ European Commission, “*The European Green Deal*” COM (2019) 640 final 11.12.2019. https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en L’ulteriore dilatazione dell’indebitamento pubblico sembra infatti un’opzione non facilmente percorribile tenendo conto degli elevatissimi livelli di debito pubblico/Pil raggiunti dai paesi europei per l’azione di sostegno alle economie durante la pandemia di Covid19.

La logica generale della strategia europea è quella di fornire agli investitori e alle società informazioni affidabili e rilevanti sulla sostenibilità ambientale e sui rischi connessi alla transizione energetica lungo l'intera catena del valore di un'impresa.

I tre pilastri su cui si basa la strategia, ciascuno presidiato da specifiche iniziative legislative e regolamentari, riguardano: i) la *Tassonomia europea* (cioè la definizione di criteri di classificazione uniformi delle attività “sostenibili”); ii) la reportistica non-finanziaria (*Disclosure*); iii) gli strumenti di valutazione degli investimenti finanziari (*toolbox*).

La strategia europea può avere efficacia se le informazioni non-finanziarie disponibili alla fonte sono attendibili, sufficientemente dettagliate e confrontabili. Oltre alla *Tassonomia*, il secondo pilastro della strategia è la *Disclosure* di informazioni da parte delle imprese, che consentano agli investitori una coerente valutazione dei propri investimenti anche con riferimento alla sostenibilità del business e dei comportamenti delle imprese emittenti. La qualità di tale *disclosure* da parte delle imprese (*non-financial reporting standards*) dipende anche dalla qualità degli strumenti di valutazione e informativi.

I criteri della *Tassonomia europea*¹⁸ sono integrati da quelli definiti in ulteriori regolamenti europei finalizzati a definire obblighi di informazione e di *disclosure* per le istituzioni finanziarie e non-finanziarie. In particolare, la **Direttiva CSRD** (*Corporate Sustainability Reporting Directive*)¹⁹, in vigore dal gennaio 2024 estende a tutte le società quotate (incluse le PMI) obblighi di rendicontazione in tema sostenibilità e di allineamento alla *Tassonomia*. La Direttiva CSRD sul *non-financial reporting* avrà come complemento la legislazione sulla *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD), focalizzata sulla *governance* di sostenibilità e sulla gestione dei rischi²⁰.

¹⁸ Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment and amending Regulation (EU) 2019/2088.

¹⁹ Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting. La Direttiva CSRD obbliga tutte le imprese quotate (incluse le PMI) a fornire un reporting strutturato sulla sostenibilità. È stato stimato che, a livello europeo, l'applicazione della CSRD porterà a 50mila il numero delle imprese tenute ad integrare Financial e Non-Financial Reporting (dalle circa 6000 coperte dall'attuale NFRD). La Commissione propone di adottare standard differenziati e proporzionali per le PMI, che le PMI non quotate possono adottare su base volontaria. Sull'argomento si veda anche: European Parliament Research Service (EPRS), “Non-Financial Reporting Directive. Briefing Implementation Appraisal” (Legislative Train 06.2021) <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-a-european-green-deal/file-review-of-the-non-financial-reporting-directive>

²⁰ Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937.

Nell'ambito del processo di revisione degli standard di *reporting* finanziario e non finanziario, la Commissione, il 7 luglio 2021, ha inoltre emesso un **Atto Delegato**²¹ che precisa i contenuti dell'art.8 della *Taxonomy Regulation* con riferimento alle modalità di reporting per le diverse tipologie di società e istituzioni (imprese non-finanziarie, *asset managers*, istituzioni creditizie, imprese di investimento, assicurazioni), con date di applicazione distribuite tra il 2022 e il 2024²².

Sul lato della raccolta del risparmio, dal marzo del 2021 il **Regolamento SFDR** (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*)²³ disciplina, per gli intermediari abilitati, gli obblighi di informazione ai sottoscrittori sugli impatti in materia di sostenibilità dei prodotti di investimento distribuiti. Sulla stessa linea è in fase di sviluppo il progetto di una “*EU Green Label*”²⁴ per la “certificazione di qualità” dei prodotti finanziari distribuiti dagli intermediari alla clientela *retail*. È inoltre previsto che i dati di sostenibilità di imprese quotate e prodotti di investimento siano pubblicati e facilmente accessibili per via digitale nell'ambito del progetto ESAP (*European Single Access Point*) previsto dalla *Capital Market Union*.

Le iniziative legislative e regolamentari della Commissione Europea si estendono anche alla messa in opera di alcuni strumenti (*Toolbox*) finalizzati a supportare imprese, intermediari e partecipanti ai mercati finanziari nella definizione e nello sviluppo di soluzioni di investimento compatibili con i criteri della *Tassonomia* e finalizzati a eliminare i rischi di *greenwashing*.

*Green bonds. La disciplina dei Green Bonds (GB) proposta dalla Commissione sulla base delle raccomandazioni del Technical Expert Group (TEG) del giugno 2019 e del marzo 2020*²⁵, definisce i criteri di gestione e di verifica dell'allineamento alla *Tassonomia* dei progetti finanziati dai Green Bonds.

²¹ Commission Delegated Regulation, supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and Council by specifying the content and presentation of information to be disclosed by undertakings subject to Article 19a or 29a of Directive 2013/34/EU.

²² Per le imprese non-finanziarie si prescrive l'elaborazione e la pubblicazione di tre KPIs (*key performance indicators*) relativi alla porzione di fatturato (*net turnover*), di spesa in conto capitale (*CapEx*) e di spese operative (*OpEx*) riconducibili a (servizi e prodotti) associabili ad attività economiche sostenibili. Per le imprese finanziarie (per le quali non è appropriato l'utilizzo dei KPI precedenti), vengono invece indicati KPIs e metodi di calcolo coerenti con le specifiche tipologie di attività finanziarie svolte.

²³ Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council on sustainability-related disclosures in the financial services sector.

²⁴ Cfr. <https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/product-groups/432/home>. Lo sviluppo di una EU Green Label è basato sulla EU Ecolabel Regulation 66/2010.

²⁵ Proposal for Regulation of the European Parliament and Council on European Green Bonds, COM/2021/391 final; EU TEG, “*Report on EU Green Bond Standard*” (June 2019) e “*Usability Guide to Green Bond Standard*” (March 2020) https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en

Climate Benchmarks. La disciplina relativa ai Climate Benchmarks, adottata nel novembre 2019²⁶, introduce due tipologie di benchmark: gli “EU Climate Transition Benchmarks” (EU CTB) e gli “EU Paris-aligned Benchmarks” (EU PAB), definendo anche appropriate regole di disclosure per i benchmark stessi²⁷.

1.2 LA DEFINIZIONE DI ATTIVITÀ SOSTENIBILI E LA REGOLAMENTAZIONE DI *DISCLOSURE*

Il quadro legislativo europeo attualmente in vigore (o in via di approvazione) include la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), gli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), la *EU Taxonomy* e la *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD), di cui si riportano di seguito i concetti chiave.

L'obiettivo più rilevante di queste normative risiede nella volontà di fornire agli Stati membri, e di conseguenza alle aziende e agli investitori finanziari, degli strumenti utili all'indirizzo delle finanze verso una transizione sostenibile (ed in particolare climatica).

Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD - Direttiva 2022/2464/UE). La CSRD è una Direttiva dell'UE, parte del più ampio Green Deal, approvata nel novembre 2022, che dovrà essere recepita in Italia entro 18 mesi dall'effettiva entrata in vigore, andando a sostituire la Direttiva di rendicontazione non finanziaria attualmente in vigore (NFRD - Directive 2014/95/UE). L'obiettivo principale è quello di migliorare la trasparenza della rendicontazione delle informazioni legate ai rischi di sostenibilità e agli impatti delle aziende sulle persone e sull'ambiente.

²⁶ I criteri di costruzione e di monitoraggio dei benchmark hanno la finalità di assicurare che la selezione degli strumenti di investimento sottostanti sia coerente con la *Tassonomia*. Secondo la normativa europea i benchmark devono: (a) dimostrare una significativa riduzione nell'intensità di emissione di GHG (minima decarbonizzazione di -30% per EUCTB e -50% per EUPAB) rispetto all'universo investibile e/o a indici di mercato comparabili; (b) l'esposizione ai settori “ad alto impatto” (es. energia, trasporti, industria) deve rimanere allineata a quella dell'universo investibile in modo da evitare che la misurazione della decarbonizzazione non venga alterata dalla riallocazione verso settori a più basso impatto (es. sanità, media ecc.); (c) i benchmark climatici devono dimostrare, su base annua, una riduzione di emissioni GHG in linea con la traiettoria dello scenario IPCC 1,5°C. Cfr. European Parliament and Council, Regulation (EU) 2019/2089 (27.11.2019) che emendava la precedente Regulation (EU) 2016/1011 in tema di *Climate Transition Benchmarks*. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-climate-benchmarks-and-benchmarks-esg-disclosures_en.

²⁷ Cfr. Law 317/9.12.2019 p.17 Official Journal

La CSRD si applica alle grandi imprese dell'UE, comprese le grandi filiali dell'UE di imprese non UE, che abbiano a livello consolidato:

- totale dell'attivo dello stato patrimoniale superiore a 20 milioni di euro; o
- totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiore a 40 mln di euro; e
- una media di almeno 250 dipendenti.

La Direttiva prevede un calendario di implementazione graduale - partendo dalle aziende che ricadono nell'attuale Direttiva NFRD, che saranno chiamate a redigere i loro Report di Sostenibilità secondo le regole CSRD a partire dal 2025, esteso alle imprese extra-UE dal 2028 -, con l'obiettivo di rendere il sistema finanziario europeo sostenibile per assicurare il raggiungimento degli obiettivi di neutralità climatica dell'Europa al 2050.

Le informazioni ESG dovranno riferirsi al nuovo standard europeo ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) e il Report di Sostenibilità dovrà includere anche le informazioni richieste dal Regolamento *EU Taxonomy*. La CSRD prevede, inoltre, che le informazioni di sostenibilità vengano revisionate da terze parti e che siano riportate all'interno del Bilancio Finanziario delle aziende.

European Sustainability Reporting Standards (ESRS). Gli ESRS sono un nuovo standard di reportistica che mira a portare il reporting non finanziario allo stesso livello di quello finanziario. Lo standard è stato sviluppato da un gruppo di advisor tecnico dell'EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) e si pone gli obiettivi di:

- stabilire un quadro di riferimento per portare il reporting non finanziario allo stesso livello di quello finanziario;
- facilitare la standardizzazione e la comparabilità delle informazioni di sostenibilità tra le aziende;
- ridurre il rischio di una reportistica incoerente da parte delle aziende che operano a livello globale, integrando il contenuto degli standard di riferimento internazionali (ad esempio il Task-Force on Climate-Related Disclosures, il Regolamento SEC, lo Standard ISSB, lo UK Companies Act).

Per individuare le tematiche ESG (Environment, Social and Governance), gli standard ESRS richiedono di svolgere un'analisi di "double materiality", estendendo il concetto chiave di materialità dell'informazione finanziaria agli aspetti di sostenibilità ambientale e sociale. Un tema di sostenibilità è materiale dal punto di vista finanziario se genera o può generare effetti finanziari rilevanti sull'ente, compresi i flussi di cassa, il suo sviluppo, la performance e il costo del capitale o l'accesso ai finanziamenti.

Per ognuna di queste tematiche rilevanti (ad esempio, Climate Change, Salute e sicurezza dei dipendenti ecc.), gli Standard ESRS richiedono di rendicontare indicatori di misurazione di performance (KPI) e target correlati, oltre a informazioni relative alla Governance, alla Strategia, ai rischi e alle opportunità relative per ogni singolo tema.

Le informazioni relative alla Tassonomia Europea devono essere riportate dalle aziende all'interno del proprio Report di Sostenibilità.

Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD). La CSDDD è una proposta di Direttiva sulla due diligence di sostenibilità delle imprese approvata dal Parlamento europeo nel giugno 2023. La proposta mira a promuovere un comportamento aziendale sostenibile e responsabile lungo le catene globali del valore. Sulla base dell'emendamento votato in plenaria il 1giugno 2023, sono soggette alla Direttiva Due Diligence:

- le società dell'UE con più di 250 dipendenti in media e
- un fatturato globale superiore a 40 milioni di euro nell'esercizio finanziario precedente l'ultimo esercizio;
- o le società che sono la capogruppo di un gruppo con 500 dipendenti e un fatturato mondiale superiore a 150 milioni nell'ultimo esercizio finanziario.

La CSDDD richiede alle imprese di adottare e integrare una politica di due diligence della loro intera catena di fornitura, identificare e valutare gli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente, prevenire, mitigare o cessare gli impatti negativi, stabilire e mantenere una procedura di reclami, monitorare l'efficacia delle politiche, pubblicare il report.

La direttiva prevede che le autorità amministrative nazionali nominate dagli Stati membri siano responsabili della supervisione di queste nuove norme e potranno imporre multe in caso di mancata conformità. Le vittime avranno la possibilità di intraprendere azioni legali per i danni subiti e che avrebbero potuto essere evitati con adeguate misure di due diligence.

2 STRUMENTI DI DEBITO GREEN

2.1 OBBLIGAZIONI VERDI, SOSTENIBILI E SOCIALI: CLASSIFICAZIONE GENERALE

Le obbligazioni verdi, sostenibili e sociali sono strumenti finanziari progettati per promuovere progetti ad elevata valenza ambientale o sociale.

In ragione della loro natura tecnica, tali strumenti di debito possono essere ulteriormente distinti in due principali categorie: obbligazioni "*Use-of-Proceeds*" o *UoP* ("*ad uso dei proventi*") e "*Sustainability linked bonds*" (*SLB*).

Nell'ambito della categoria *UoP*, è possibile distinguere alcune sottocategorie sulla base della destinazione dei proventi: *green bonds*, *social bonds*, *sustainability bonds*, e *climate transition bonds*.

I *green bonds* (o obbligazioni “verdi”) sono strumenti di debito emessi da enti pubblici o privati, come aziende o governi, al fine di raccogliere capitali da destinare a iniziative che favoriscono la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, migliorano l'efficienza energetica, promuovono le energie rinnovabili, sostengono attività compatibili con lo scenario di Parigi²⁸.

I *social bonds* (o obbligazioni “sociali”) sono invece strumenti finanziari emessi con l'obiettivo di raccogliere fondi da destinare a progetti che generano un impatto sociale positivo. Questi progetti possono riguardare, ad esempio, l'accesso all'istruzione, la fornitura di servizi sanitari, la riduzione della disoccupazione, l'inclusione sociale e altre iniziative che contribuiscono al benessere delle comunità.

I *sustainability bonds* (o obbligazioni di “sostenibilità”) combinano gli aspetti ambientali e sociali, permettendo agli investitori di finanziare progetti che integrano entrambe le dimensioni, in linea con gli SDGs²⁹.

I “*climate transition bonds*” (o obbligazioni di “transizione”) riguardano il finanziamento di progetti che aiutano le imprese a ridurre progressivamente la propria impronta carbonica, perseguendo piani di decarbonizzazione predefiniti³⁰.

Tutte le obbligazioni UoP (“a uso dei proventi”) sono supportate da un quadro di valutazione e certificazione che garantisce la trasparenza e l'effettiva destinazione dei fondi a specifici progetti sostenibili. Gli investitori interessati a contribuire a un futuro più sostenibile possono acquistare queste obbligazioni, ottenendo rendimenti finanziari

²⁸ Le tipologie di progetti a cui fanno riferimento le emissioni di green bonds sono: energie rinnovabili, efficientamento energetico, mobilità pulita, immobili green, gestione dell'acqua e adattamento climatico. L'ICMA (*International Capital Markets Association*) ha pubblicato i *Green Bond Principles* (GBP), ovvero una serie di linee guida volontarie relative alla trasparenza del reporting e alla stima degli impatti. Cfr. ICMA, “*Green Bond Principles*” (June 2021, updated June 2022), https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles_June-2022-280622.pdf

²⁹ Cfr. ICMA, “*Sustainability Bond Guidelines*” (June 2021), <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-bond-guidelines-sbg/>

³⁰ Raggiungere obiettivi climatici di Parigi richiede la progressiva riduzione (e l'azzeramento entro il 2050) delle emissioni nette di gas serra (GHG) anche da parte dei settori più *carbon-intensive* per i quali non sono ancora disponibili soluzioni *low-carbon* ad una scala sufficientemente ampia e che richiedono significativi investimenti di riconversione tecnologica e/o produttiva. Questi ultimi sono definiti “settori di transizione” e non sono tipicamente il *focus* della finanza *green*. Cfr. ICMA, “*Climate Transition Finance Handbook. Guidance for Issuers*”(June 2023), <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/climate-transition-finance-handbook/>

mentre allo stesso tempo supportano progetti che rispondono alle sfide ambientali e sociali.

I *Sustainability Linked Bonds* (SLB) appartengono alla categoria delle obbligazioni “ad impatto” (*impact bonds*)³¹ e hanno finalità e struttura tecnica diversa dagli strumenti “ad uso dei proventi”. Nel contesto degli obiettivi ambientali, i SLB sono strumenti le cui caratteristiche finanziarie o strutturali possono variare, a seconda che l'emittente raggiunga dichiarati obiettivi di sostenibilità ambientali, sociali e/o di governance (ESG). A differenza delle obbligazioni a “uso dei proventi”, i SLB non finanziano progetti specifici, ma contribuiscono al finanziamento generale del bilancio dell'emittente.

Le condizioni di remunerazione finanziaria del SLB sono legate al raggiungimento di predefiniti obiettivi di sostenibilità. I SLB sono strutturalmente collegati al raggiungimento di uno o più obiettivi SDG (*Social Development Goals*) attraverso un *covenant* contrattuale che condiziona il pagamento della cedola (in aumento o in diminuzione) al rispetto di specifici KPIs. Tipicamente la possibilità di emettere questa tipologia di titoli costituisce un incentivo per le società ad adottare *commitments* di allineamento agli SDG delle Nazioni Unite o agli Accordi di Parigi³².

2.2 LE TENDENZE DEL MERCATO INTERNAZIONALE ED EUROPEO

Mercato globale. La necessità di affrontare sfide globali pressanti come la crisi climatica e ambientale ha conferito un'urgenza rinnovata al bisogno di allineare le fonti di finanziamento esistenti. Ciononostante, il finanziamento privato mobilitato attraverso l'aiuto allo sviluppo rimane ostinatamente basso. Tra il 2012 e il 2019, sono stati mobilitati 257,6 miliardi di dollari dal settore privato tramite interventi di aiuto allo sviluppo ufficiale³³. Questi importi sono molto lontani dalle necessità di finanziamento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs), stimati attorno a 4.2 bilioni di dollari all'anno³⁴, e le tendenze più recenti sono ancora più allarmanti: dopo il rialzo registrato tra il 2012 e il 2018, gli importi sono diminuiti del 9% nel 2019³⁵.

³¹Cfr. ICMA, “*Handbook: Harmonized Framework for Impact Reporting*” (June 2023), <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/Handbook-Harmonised-framework-for-impact-reporting-June-2023-220623.pdf>

³² Cfr. ICMA, “*Sustainability Linked Bond Principles*” (June 2023), <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slbpr/>

³³ OECD Amounts mobilised from the private sector for development, 2022.

³⁴ OECD, Closing the SDF Financing Gap in the COVID-19 era. [OECD-UNDP-Scoping-Note-Closing-SDG-Financing-Gap-COVID-19-era.pdf](https://www.oecd.org/development/financing-sustainable-development/2021/09/OECD-UNDP-Scoping-Note-Closing-SDG-Financing-Gap-COVID-19-era.pdf).

³⁵ OECD, Mobilising institutional investors for financing sustainable development in developing countries: Emerging evidence of opportunities and challenges, 2021.

I mercati globali dei bond, che rappresentano un volume significativo di attività a lungo termine e che hanno dimostrato una relativa resilienza alle crisi economiche, sono una potenziale fonte di finanziamento su larga scala per lo sviluppo sostenibile. Con un valore superiore a 110 trilioni di dollari, i bond costituiscono la classe di attività più grande nei mercati finanziari globali e rappresentano il doppio delle dimensioni dei mercati azionari. Nel 2019, l'emissione lorda di bond governativi nelle economie dei mercati emergenti e in via di sviluppo ammontava a 2,5 trilioni di dollari³⁶.

Per quel che riguarda il mercato globale delle obbligazioni verdi, sostenibili e sociali, dopo che la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) ha pionieristicamente lanciato il primo *green bond* nel 2007, il mercato è cresciuto a un ritmo molto sostenuto: alla fine del 2021, le emissioni cumulate di bond verdi, sostenibili e sociali hanno superato i 2,7 trilioni di dollari³⁷.

A novembre 2022 le emissioni di *Climate Bonds* hanno registrato un totale di 201,7 miliardi di dollari, sia come *Sustainability-linked bonds* che altre obbligazioni di transizione. In questa dinamica, alcune compagnie emittenti sono state criticate per la mancanza di ambizione e credibilità³⁸. Tali critiche sono emerse in quanto gli obiettivi erano stati fissati rispetto ad aspettative aziendali non in linea con traiettorie scientificamente riscontrabili, rendendo difficile un confronto con altri competitori e percorsi settoriali³⁹.

A livello sovrano, in diversi casi le emissioni di SLBs hanno suscitato particolare interesse da parte dei mercati. Nel 2022, ad esempio, sia il Cile che l'Uruguay hanno emesso obbligazioni sovrane legate alla sostenibilità (*Sovereign SLBs*) e in entrambi i casi la domanda degli investitori ha superato l'offerta degli importi collocati (2 miliardi di dollari per il Cile e 1,5 miliardi di dollari per l'Uruguay). Sia Cile che Uruguay hanno definito obiettivi di performance con riferimento agli impegni assunti nelle loro Contribuzioni Nazionali Determinate (NDC) nell'ambito dell'Accordo di Parigi. L'ambizione di questi impegni e la definizione di obiettivi in una metrica di valutazione dei risultati riconosciuta a livello internazionale ha favorito il successo delle iniziative.

Nonostante la crescita registrata negli anni, il mercato delle obbligazioni “verdi” costituisce ancora una piccola frazione del mercato globale delle obbligazioni. Secondo Amundi e IFC, le obbligazioni verdi rappresentano oggi solo il 3.4% del totale delle

³⁶ OECD, *Green, Social, Sustainability and sustainability Linked Bonds in Developing Countries*, 2022.

³⁷ Harrison, C. (2022), *Green Bond Pricing in the Primary Market H2 2021*, Climate Bonds Initiative.

³⁸ World Bank Group Policy Research Working Paper (2022) *Structural Loopholes in Sustainability-Linked Bonds*.

³⁹ Cfr. Science Based Targets (SBTi), “*Foundations of Science-Based Target Setting*” (April 2019) e SBTi, “*Financial Sector Science-Based Targets Guidance*” (February 2022), <https://sciencebasedtargets.org/>

obbligazioni nei mercati maggiormente sviluppati (e circa il 3.8% escludendo la Cina).⁴⁰ Per questo motivo, le obbligazioni verdi, sostenibili e sociali vengono ancora considerate un settore di nicchia.

Mercato europeo. Nel periodo dal 2014 al 2022, le emissioni di obbligazioni verdi nell'UE sono passate dallo 0,6% all'8,9% del totale delle obbligazioni emesse, a indicare una crescente domanda di finanziamento per investimenti sostenibili, trainata in parte dal Green Deal europeo e dalla necessità di finanziare la transizione verso un'economia a zero emissioni.

Nel contesto del Green Deal, il punto di svolta è stata la proposta della Commissione Europea di adottare di un quadro di riferimento normativo per il *Green Bonds Standard* europeo (EUGBS)⁴¹, nonché il finanziamento attraverso emissioni in questa forma del 30% del programma *Next Generation EU* (NGEU), per un totale di circa 250 mld di euro tra il 2021 e il 2026. Il primo green bond europeo per 12 mld di euro (con scadenza a 15 anni) è stato collocato a ottobre 2021, con una successiva riapertura a gennaio 2022 per ulteriori 2.5 mld. Il secondo green bond europeo, 6 mld di euro con scadenza a 20 anni, è del marzo 2022, emesso in concomitanza alla presentazione del programma *RepowerEU*, finalizzato a sostenere la diversificazione dell'approvvigionamento di gas e un maggiore utilizzo di energie rinnovabili, accelerando il piano di implementazione del programma *Fit-for-55*.

Le obbligazioni verdi possono essere emesse da vari tipi di soggetti (societari, sovranazionali o sovrani). Tali soggetti hanno dimostrato *trend* differenti negli ultimi anni in termine di emissione di obbligazioni verdi. Ad esempio, in Europa, negli ultimi anni l'emissione di green bond da parte di **soggetti societari** è aumentata rapidamente, passando dal 4,7% del totale delle obbligazioni societarie emesse nel 2020 all'8,3% nel 2021 e all'11,0% nel 2022. Le emissioni di green bond da parte di **organismi sovranazionali** (ad esempio la Commissione Europea e la Banca Europea per gli Investimenti) è anch'essa aumentata, raggiungendo il 9,2% nel 2021, prima di scendere leggermente all'8,9% nel 2022. Nello stesso periodo, l'emissione di green bond da parte di governi sovrani è aumentata meno di quella di altri soggetti, passando dal 5,3% nel 2021 al 4,4% del 2022⁴².

Per quanto riguarda gli Stati Membri dell'Unione Europea, il primo Paese a emettere obbligazioni verdi sovrane è stata la Polonia nel 2016, per un controvalore di 250 milioni

⁴⁰ Amundi & IFC, *Emerging Market Green Bonds – Report 2020*, 2021.

⁴¹ Cfr. Proposta di Regolamento della Commissione Europea 2021/0191

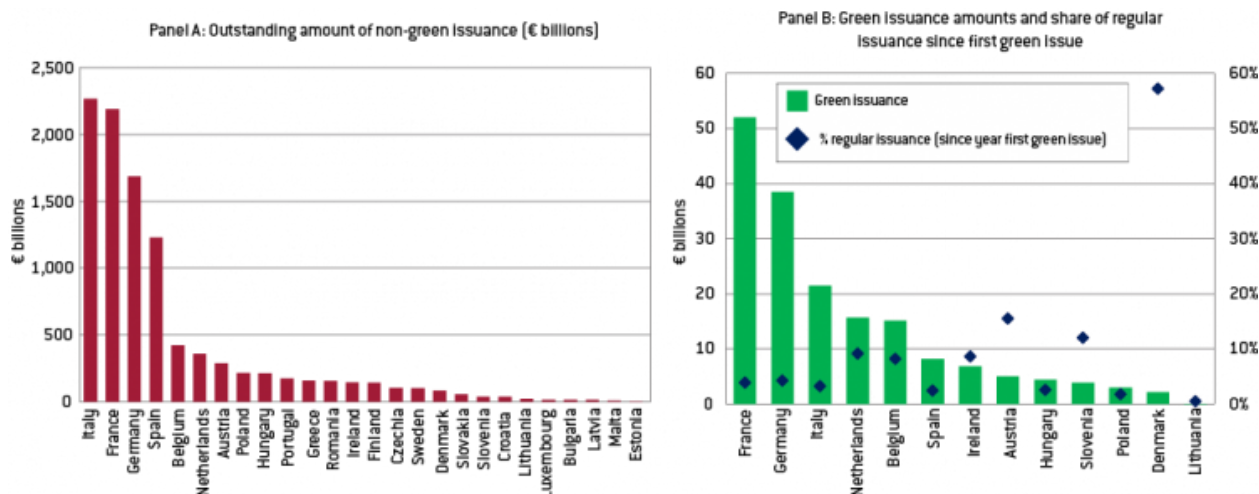
⁴² European Environment Agency, Green Bonds overview, available at: <https://www.eea.europa.eu/ims/green-bonds-8th-eap>.

di euro⁴³. A seguire molti altri stati membri hanno fatto lo stesso per importi decisamente superiori. Il governo francese ha emesso la sua prima obbligazione verde sovrana nel 2017 e nel 2021 ha messo in atto una seconda operazione per un controvalore di 12,5 miliardi di euro, la più grande mai emessa da un governo, destinata a progetti di trasporto sostenibile, biodiversità e transizione energetica. L'Irlanda ha emesso le sue prime obbligazioni verdi nel 2018 e poi a seguire nel 2019 e 2020 per un totale di 6 miliardi di euro⁴⁴.

Nel 2020, la Svezia ha emesso un'obbligazione verde di 20 miliardi di corone svedesi (circa 1.6 miliardi di euro attuali) per finanziare progetti legati all'ambiente⁴⁵. Nello stesso anno, la Germania ha emesso un'obbligazione verde di 11.5 miliardi di euro, diventando così il primo paese sovrano dell'Europa continentale ad emettere un titolo di questo tipo⁴⁶. Ulteriori emissioni sono seguite negli anni successivi, raggiungendo un volume complessivo di 38.5 miliardi. L'Italia nel 2021 ha emesso BTP green per un totale di 13,2 mld di euro.

Nonostante la crescente rilevanza delle obbligazioni verdi in Europa, gli importi in essere sono ancora esigui: 176 miliardi di euro alla fine del 2022, rispetto alla dimensione complessiva di oltre 10 trilioni di euro di debito emesso dai governi centrali dell'UE.

Figura 2.1 – Stock in essere ed emissioni di green bonds in Europa. Fonte: Bruegel, “The potential of sovereign sustainability-linked bonds in the drive for net-zero”, outstanding and issued amounts as of 5 December 2022.



⁴³ <https://www.greenfinanceplatform.org/policies-and-regulations/eur-750-million-sovereign-green-bond-issued-poland>.

⁴⁴ <https://www.centralbank.ie/statistics/statistical-publications/behind-the-data/green-bonds-a-snapshot-of-global-issuance-and-irish-securities-holdings>.

⁴⁵ <https://www.riksgalden.se/fi/our-operations/central-government-borrowing/issuance/green-bonds/>

⁴⁶ <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Priority-Issues/Climate-Action/green-german-federal-securities-restricted/green-german-federal-securities.html#>.

Nei prossimi anni, è probabile che i *green bond* rappresentino una percentuale crescente del totale delle obbligazioni emesse, sia per finanziare gli ambiziosi obiettivi di transizione del Green Deal europeo, sia per concludere il finanziamento del piano di ripresa *NextGenerationEU*.

Il piano d'azione dell'UE per il finanziamento della crescita sostenibile mira a promuovere gli investimenti sostenibili, da cui potrebbe scaturire un forte incremento nelle emissioni di obbligazioni verdi. Secondo le nuove regole dell'accordo provvisorio per lo standard europeo per le obbligazioni verdi, (EUGBS)⁴⁷, 85% dei proventi di tali emissioni dovranno essere investiti in attività economiche allineate alla tassonomia dell'UE. Per il rimanente 15% è considerata la necessità di una flessibilità per alcune attività molto specifiche e per settori non ancora contemplati dalla tassonomia.

Box 2.1 – European Green Bond Standard (EU GBS)

Nel luglio 2021 la Commissione Europea ha pubblicato una proposta legislativa per la regolamentazione dei *green bonds*⁴⁸ (attualmente in fase di approvazione presso il Consiglio e il Parlamento europei⁴⁹), con la finalità di creare uno *standard* applicabile su base volontaria che fornisse agli operatori una definizione comune di obbligazione “verde” e specifiche norme di trasparenza e di *reporting*. Secondo la proposta, al fine di poter adottare la denominazione di *green bond*, un'emissione obbligazionaria deve:

- a) utilizzare il 100% dei proventi per finanziare investimenti coerenti con la Tassonomia europea⁵⁰ per tutta la vita residua del titolo;
- b) adottare le prescrizioni di *disclosure* previste dalla regolamentazione EUGBS⁵¹
- c) essere certificato da un ente indipendente terzo registrato e soggetto alla vigilanza dell'ESMA

⁴⁷ <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/02/28/sustainable-finance-provisional-agreement-reached-on-european-green-bonds/>

⁴⁸ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds” 2021/0191 COD, COM (201) 391 del 6/7/2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0391>

⁴⁹ https://eur-lex.europa.eu/procedure/EN/2021_191

⁵⁰ I proventi possono finanziare investimenti fissi, spese in conto capitale, spese operative e attività finanziarie che sono dedicati a progetti/attività ambientalmente sostenibili o che contribuiscono alla realizzazione della loro sostenibilità nell'ambito delle aree individuate dall'art.3 della Tassonomia (Reg EU 2020/852): (1) mitigazione dei cambiamenti climatici; (2) adattamento ai cambiamenti climatici; (3) utilizzo sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine; (4) transizione ad un'economia circolare; (5) prevenzione e controllo dell'inquinamento; (6) protezione e ricostituzione della biodiversità e degli ecosistemi.

⁵¹ La Regolamentazione EUGBS prevede: (i) la pubblicazione pre-emissione di un *factsheet* certificato da un ente indipendente terzo; (ii) un rapporto annuale sull'allocazione dei proventi (*allocation report*); (iii) la revisione da parte dell'ente certificatore indipendente del primo *allocation report* attestante la completa allocazione dei proventi; (iv) un rapporto di impatto (*impact report*) dopo la piena allocazione dei proventi e almeno uno intermedio nel corso della vita del titolo.

Vi sono tuttavia ancora alcune questioni irrisolte nella proposta della Commissione⁵²:

- la difficoltà di monitorare l'utilizzo green dei proventi quando il loro utilizzatore (originator) non è lo stesso che finanzia le attività green. La proposta della Commissione non richiede infatti che l'emissione di EUGB finanzia direttamente attività "verdi": essa potrebbe infatti finanziare l'investimento in altri strumenti finanziari (di debito o di capitale) o l'acquisizione di un portafoglio di attività da altre istituzioni. La lunghezza della catena di soggetti coinvolti potrebbe cioè ostacolare il controllo e il monitoraggio sulla *compliance* nell'utilizzo finale dei proventi.
- La possibilità che gli investitori siano comunque esposti a rischi di transizione nel caso di insolvenza dell'emittente: l'emittente potrebbe infatti essere un'impresa *non-green* che emette *green bonds* per finanziare progetti limitati oppure i *green bonds* potrebbero essere garantiti da collateral *non-green*.
- I green bonds in scadenza possono essere rifinanziati attraverso l'emissione di nuovi green bonds, il che potrebbe essere incoerente con l'obiettivo del EUGBS di generare nuove attività green e di finanziare la realizzazione degli investimenti entro un limite temporale di cinque anni.

Il potenziale degli SLBs. Alla fine del 2022, sono stati raccolti 36 miliardi di euro in *green bond* NGEU e i fondi sono stati allocati a circa un quarto delle spese ammissibili. I paesi dell'UE cercheranno di utilizzare pienamente i finanziamenti ricevuti. Tuttavia, la loro capacità di generare ulteriori progetti green che potrebbero sostenere programmi nazionali paralleli di green bond sarà probabilmente limitata. Le obbligazioni sovrane verdi impegnano l'emittente a destinare fondi a determinati progetti e spese di bilancio. All'interno dei complessi bilanci nazionali, le spese superano significativamente i fondi raccolti tramite le obbligazioni verdi. L'attribuzione delle spese del progetto a un tipo specifico di obbligazione è debole e potrebbe essere concettualmente errata. Dopo l'emissione primaria, gli investitori non hanno strumenti per imporre cambiamenti all'interno di un governo che non è già impegnato nella spesa verde. Il governo potrebbe cercare di mantenere la certificazione continua del suo quadro di obbligazioni verdi e prevenire il danno reputazionale che deriverebbe dal ritiro di questa valutazione. Tuttavia, gli investitori di solito non hanno diritti contrattuali specifici di riparazione per eventuali perdite nel caso in cui il possesso delle loro obbligazioni non sia più considerato conforme ai criteri ESG.

Al contrario, le obbligazioni legate alla sostenibilità (*sustainability-linked bonds*) modificano le caratteristiche finanziarie dell'obbligazione se l'emittente non raggiunge un obiettivo specifico⁵³. A determinate date di verifica, i risultati in termini di sostenibilità vengono valutati e il coupon dell'obbligazione che l'emittente paga all'investitore viene aumentato se l'obiettivo non è stato raggiunto. La qualità ESG aggiuntiva dell'obbligazione sarà determinata dalla scelta di un indicatore chiave di performance

⁵² EBA, "Developing a Framework for Sustainable Securitization" (June 2022) p. 31

⁵³ Bruegel, 2022, "The potential of sovereign sustainability-linked bonds in the drive for net-zero".

(KPI) come misura del progresso. Ad esempio, i KPI potrebbero essere collegati alle emissioni aggregate o all'uso di energie rinnovabili, ai livelli target e alle date di verifica. Le obbligazioni legate alla sostenibilità sono indifferenti a come vengono spesi i fondi e non sorgono problemi di fungibilità dei fondi. Pertanto, l'emittente non dovrà identificare progetti idonei o monitorare l'allocazione dei fondi. Questo rende le obbligazioni legate alla sostenibilità particolarmente interessanti nelle cosiddette "industrie difficili da decarbonizzare" (*hard-to-abate*), come ad esempio il trasporto marittimo, dove mancano tecnologie e progetti verdi nel breve termine.

2.3 IL MERCATO IN ITALIA

2.3.1 BTP GREEN

Lo Stato Italiano ha partecipato attivamente all'emissione delle obbligazioni verdi, emettendo nel corso del 2021 e del 2022 un nuovo *BTP Green*⁵⁴. La prima emissione di *BTP Green* è avvenuta in due *tranche* nel corso del 2021 (marzo e ottobre) per complessivi 13,5 mld di euro e ha sollecitato un elevatissimo livello di richieste⁵⁵. Nel 2022 ha avuto luogo un'ulteriore emissione di *BTP Green*, anche in questo caso in due *tranche* (settembre e novembre) per valore nominale complessivo di 8 mld di euro⁵⁶.

I BTP Green sono titoli di stato a lungo termine e hanno le medesime caratteristiche tecniche dei Buoni del Tesoro Poliennali (cedola fissa semestrale e rimborso nominale a scadenza). Le somme incassate sono attribuite alle spese di bilancio dello Stato con riferimento a progetti classificabili nelle sei categorie del *Green Bond Framework* utilizzato⁵⁷. In linea coi principi emanati dall'ICMA⁵⁸ e gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite⁵⁹, queste riguardano: fonti rinnovabili, efficienza energetica, trasporti, prevenzione e controllo dell'inquinamento ed economia circolare, tutela dell'ambiente

⁵⁴ I BTP Green sono stati istituiti con la Legge di Bilancio 2020 (L. 160 27/12/2019) e prevede l'istituzione (DPCM 9/10/2020) di un Comitato interministeriale a supporto del Dipartimento del Tesoro nella selezione, monitoraggio e rendicontazione delle spese *green*.

⁵⁵ La prima *tranche* (scadenza 2045; tasso cedolare dell'1,5%) ha visto la partecipazione di 530 investitori (di cui oltre la metà ESG) per una domanda complessiva di 80 mld di euro; la seconda *tranche* ha invece attirato 350 investitori.

⁵⁶ La prima *tranche*, come quelle del 2021, è stata collocata tramite sindacato (scadenza 2035, tasso cedolare 4%); anche questa emissione è stata un successo e ha visto la partecipazione di 290 investitori per una domanda complessiva di 40 mld. La seconda *tranche*, per la prima volta collocata in asta, a fronte dei 2 mld in emissione, ha avuto richieste per 3 mld.

⁵⁷ MEF, "Italian Sovereign Green Bond Framework" (Febbraio 2021), https://www.mef.gov.it/en/focus/documents/btp_green/Green-Bond-FrameWork_ENG-.pdf

⁵⁸ ICMA, "Green Bond Principles" (June 2021 updated 2022), <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>

⁵⁹ UN, "Transforming Our World: the 2030 Agenda for Sustainable Development" (2015) <https://sdgs.un.org/2030agenda>

e della diversità biologica, ricerca **[Box 2.2]**. In previsione dell'entrata in vigore del nuovo regolamento europeo sugli *EU Green Bonds Standard*, l'allocazione dei proventi delle emissioni di *BTP Green* è stata riclassificata sulla base dei criteri della Tassonomia UE⁶⁰.

Box 2.2 – Le spese ammissibili nell'ambito del “Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di Stato Green” del MEF⁶¹

Esclusioni

È esclusa dal Quadro di riferimento ogni tipologia di spesa che rientri in una delle seguenti categorie:

- Estrazione, lavorazione e trasporto di combustibili fossili;
- Attività mineraria;
- Impianti di energia (incluse biomasse) con livelli di emissione GHG superiori a 100 gCO₂e/KWh
- Fissione nucleare;
- Contratti militari
- Produzione di armi
- Gioco d'azzardo
- Lavorazione e produzione di bevande alcoliche
- Lavorazione e produzione di derivati del tabacco

Categorie di spese ammissibili

1. Fonti rinnovabili per la produzione di energia elettrica e termica

- Sviluppo di energie rinnovabili che rispettano la soglia di 100 gCO₂e/KWh (eolica, solare, idroelettrica, geotermica, idrogeno e altre come pompe di calore). Esclusione delle spese destinate alla produzione di energia da terreni ad alto stock (assorbimento) di carbonio, terreni ad alto valore di biodiversità, nonché conversione da foreste e terreni coltivabili.
- KPIs di impatto:
 - riduzione delle emissioni di GHG (tCO₂e)
 - Potenza installata (MW)
 - Produzione di energia annuale (MWh)

2. Efficienza energetica

- Investimenti che contribuiscano almeno a due livelli di miglioramento della scala italiana di efficienza energetica⁶². Sviluppo di reti intelligenti (*smart grid*) e misure di prevenzione delle perdite di gas SF₆. Reti di riscaldamento che utilizzano almeno il 50% di energie rinnovabili (escluse biomasse). Efficienza energetica degli edifici in coerenza con le soglie di legge⁶³

⁶⁰ MEF, “Rapporto su allocazione e impatto BTP Green 2023” (giugno 2023), https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/btp_green_post_e_missioni/2023-Allocation-Impact-Report-Italy-Sov-Green-Bond-IT-20230616-IT.pdf

⁶¹ MEF, “Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di Stato Green” (Febbraio 2021), https://www.mef.gov.it/focus/documenti/btp_green/Green-Bond-FrameWork_ITA-.pdf

⁶² Cfr. <https://www.certificato-energetico.it/en/epc.html>

⁶³ Cfr. https://www.mimit.gov.it/images/stories/normativa/DM_Linee_guida_APE.pdf e <https://www.efficientaenergetica.enea.it/media/attachments/2020/06/19/d.-lgs-n.-48-del-10-giugno-2020.pdf>

- KPIs di impatto:
 - riduzione delle emissioni di GHG (tCO₂e)
 - Risparmio energetico previsto (MWh/anno)

3. Trasporti

- Spese relative al trasporto ferroviario, stradale e marittimo che rispettano le seguenti soglie
 - Treni passeggeri *diesel*: fino al 2025 emissioni GHG < 50g per passeggero/Km (gCO₂e/pKm); dopo 2025 solo locomotive elettriche o a idrogeno.
 - Treni merci: fino al 2025 emissioni in gCO₂e/pKm <50% rispetto alla media di riferimento del “Regolamento CO₂ Heavy Duty”; da aggiornare nel 2025.
 - Trasporto pubblico stradale: acquisizione di nuovi veicoli alimentati per almeno il 25% da elettricità, metano, gas naturale liquefatto e idrogeno (secondo la Direttiva UE DAFI sull'infrastruttura per Combustibili Alternativi).
 - Trasporto privato stradale: incentivi per l'acquisto di auto ibride o elettriche da parte di privati e/o aziende.
 - Trasporto marittimo: spese per infrastrutture elettriche nei porti; spese per trasporti marittimi che utilizzano combustibili per navi con un limite < 0,5% di emissioni di zolfo (conformemente a normativa IMO)⁶⁴; spese per la riduzione di emissioni GHG.
 - Infrastrutture portuali SSP (*Shore-to-Ship Power*) per sviluppare il processo di *cold ironing*
- KPIs di impatto:
 - Risparmio energetico previsto (MWh/anno)
 - Riduzione emissioni GHG (tCO₂e per passeggero/Km o tonnellata/Km)
 - Numero veicoli elettrici finanziati annualmente
 - Km di trasporto pubblico installati o ristrutturati

4. Prevenzione e controllo dell'inquinamento ed economia circolare

- Spese mirate a promuovere modalità di consumo e produzione sostenibili, finalizzate allo sviluppo di sistemi di monitoraggio e controllo dell'inquinamento e di gestione delle acque reflue. Riduzione della produzione di rifiuti nei settori ad alto potenziale di riciclaggio e sviluppo di sistemi di economia circolare.
 - Depurazione, igiene, riciclaggio e trattamento dell'acqua
 - Esclusione degli impianti di incenerimento, discarica, termovalorizzazione e dissalazione.
 - Raccolta, trattamento e riciclaggio dei rifiuti
 - Riduzione degli imballaggi
 - Riciclaggio materie prime
 - Crediti d'imposta per incentivare l'utilizzo di imballaggi riciclabili o per le imprese che acquistano prodotti riciclati o riutilizzati
 - Deduzioni fiscali per investimenti e oneri accessori
- KPIs di impatto:
 - Volumi di acqua trattata (m³/anno)
 - Volumi di rifiuti trattati (m³/anno)
 - Quantità di beni riciclabili prodotti (tonnellate)
 - Quantità di acque reflue da riutilizzare
 - % volume totale acque reflue trattate e riutilizzate su volume totale acque reflue trattate.
 - Quantità di fanghi utilizzati (ton/anno)

⁶⁴ Cfr. ISPRA, “Relazione annuale sul tenore di zolfo dell'olio combustibile pesante, del gasolio e dei combustibili utilizzati per uso marittimo nel 2019” (2020), https://www.assagenti.it/it/news/16447/L%E2%80%99aggiornamento_della_disciplina_normativa_dell%E2%80%99Annex_VI_della_MARPOL

- % ton/anno di fanghi utilizzati su ton/anno di fanghi prodotti

5. Tutela dell'ambiente e della diversità biologica

- Spese per promuovere la biodiversità e i paesaggi naturali come l'uso sostenibile del suolo e la conservazione delle risorse naturali viventi. Spese finalizzate all'uso sostenibile e alla protezione del suolo, protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi terrestri e marini. Raccolta e risparmio dell'acqua. Investimenti primari nella sicurezza dell'approvvigionamento idrico e spese per la gestione sostenibile delle risorse idriche. Investimenti volti a ridurre le perdite nelle reti di distribuzione dell'acqua.
 - Crediti d'imposta per agricoltura biologica certificata (UE o biologica).
 - Spese per il rimboschimento o interventi di protezione del patrimonio forestale e silvicoltura, faunistico e ittico.
 - Spese per interventi di tutela del patrimonio ambientale da incendi, siccità, alluvioni.
 - Capitale non rimborsabile o abbuono di interessi
 - Incentivi fiscali (es. deduzioni fiscali di investimenti o oneri accessori)
 - Pagamenti per servizi ecosistemici
 - Spese per la raccolta dell'acqua e per interventi di risparmio idrico
 - Spese per il monitoraggio della qualità dell'acqua
- KPIs di impatto:
 - Ettari di agricoltura sostenibile (ha)
 - Ettari di foresta sostenibile (ha)
 - Ettari aree protette e/o ripristinate/curate (ha)
 - Numero dei siti Natura 2000⁶⁵
 - Numero interventi su serbatoi e sistemi di approvvigionamento idrico e numero di sistemi idrici complessi messi in sicurezza
 - Ripristino capacità di stoccaggio dei serbatoi (m²)
 - Numero interventi su reti idriche
 - Indicatori M1 di perdite idriche definiti da ARERA (m³/Km/giorno; % perdite su volume totale sistema acquedottistico)

6. Ricerca

- Spese per progetti su: (1) paradigma da lineare a circolare; (2) misure politiche per accelerare il raggiungimento degli UN SDG (es. nudging, sussidi, schemi di incentivo, partenariato pubblico-privato ecc.); (3) processi di produzione innovativi per ridurre impronta di carbonio e consumo di acqua; (4) nuove tecnologie finalizzate alla conservazione del capitale naturale, biodiversità ed ecosistemi; nuove tecnologie volte al miglioramento dell'efficienza energetica, le previsioni meteorologiche, l'analisi meteorologica e climatica. Contributi a istituti di ricerca sul clima.
 - Contributi o trasferimenti a fondo perduto in c/esercizio, c/capitale e c/interessi.
 - Incentivi fiscali (deduzione fiscale di investimenti e oneri accessori)
 - Spese di finanziamento di progetti di ricerca
- KPIs di impatto:
 - Numero progetti finanziati

⁶⁵ <https://www.mase.gov.it/pagina/rete-natura-2000>

2.3.2 IL SEGMENTO GREEN BONDS DI BORSA ITALIANA

A partire dal marzo 2017, Borsa Italiana ha lanciato un programma di visibilità, trasversale ai suoi diversi segmenti obbligazionari, per le emissioni specificamente destinate a finanziare progetti di sostenibilità ambientale (*green bonds*), sociale (*social bonds*) o entrambi (*sustainability bonds*), ovvero obbligazioni dotate di caratteristiche finanziarie (ad es. cedole) legate a predefiniti obiettivi di sostenibilità (*sustainability linked bonds*).⁶⁶ A fine 2022, risultavano quotati presso Borsa Italiana 225 strumenti di finanza sostenibile⁶⁷, emessi da 49 emittenti per un controvalore complessivo di 300 mld.⁶⁸ Solo sui segmenti ExtraMOT Pro e ExtraMOT Pro2 di Borsa Italiana sono quotate 82 emissioni, collocate da 18 emittenti per un controvalore complessivo di 44,5 mld di euro.

2.3.3 GLI STRUMENTI DI DEBITO DEDICATI ALLE PMI: MINIBONDS E BASKED BONDS

Minibonds. Dal punto di vista tecnico, i *minibonds* sono comuni titoli obbligazionari (di qualunque scadenza), cambiali finanziarie (con scadenza massima a 3 anni) emessi da imprese anche di piccola e piccolissima dimensione e riservati a investitori istituzionali specializzati (fondi di *private debt*, fondi comuni, fondi pensione, banche ecc). Rispetto alle emissioni tradizionali di corporate bonds, i *minibonds*, godono di particolari semplificazioni procedurali e sono esonerati dall'obbligo di pubblicazione del Prospetto Informativo. Per questo, i *minibonds* non possono essere collocati direttamente presso i risparmiatori retail, i quali hanno accesso a questo segmento di mercato solo indirettamente, sottoscrivendo quote di fondi specializzati (come i PIR o gli ELTIF). La normativa esclude banche e micro-imprese da questo mercato e prevede che i *minibonds* possano essere emessi solo da imprese con almeno 10 addetti e con fatturato superiore a 2 milioni di euro.

A condizione che siano quotati, i *minibonds* non sono soggetti ai vincoli quantitativi previsti dal codice civile per l'emissione di obbligazioni ordinarie (che possono essere emesse solo per un ammontare massimo pari al doppio del capitale della società emittente). Per questo motivo, Borsa Italiana ha istituito un segmento di mercato

⁶⁶ La classificazione di sostenibilità iniziale e la comunicazione annuale della destinazione dei proventi richiede la certificazione di un ente terzo indipendente.

⁶⁷ Dei 225 strumenti obbligazionari censiti, 115 sono "green", 70 "sustainable", 12 "sustainability linked", 5 "transition" e 1 "climate action".

⁶⁸ MASE, "Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima" (28/6/2023), p.411

regolamentato dedicato a questi strumenti e riservato solo ad investitori professionali, l'EuroMot-Pro⁶⁹.

I *minibonds* sono titoli illiquidi (in quanto gli scambi sul mercato secondario sono ancora scarsi) con un rischio di credito elevato. Solo **un quinto** dei titoli reperibili sul mercato è corredato di *rating*, il che richiede un'accurata analisi istruttoria dell'emittente, che solo investitori professionali sono in grado di svolgere. La scadenza media è di circa 5 anni e (in ragione della vulnerabilità finanziaria degli emittenti e della illiquidità del loro mercato secondario) e il premio al rischio è di almeno 2-3 punti percentuali più elevato rispetto ai titoli di stato di pari scadenza.

Il mercato dei *minibonds* nasce nel 2013 (con il D.L. Sviluppo e alcuni decreti successivi di perfezionamento)⁷⁰, decreti esplicitamente finalizzati a facilitare l'emissione e il collocamento di obbligazioni e di cambiali finanziarie da parte di PMI. La fase di espansione del mercato dei *minibonds* è iniziata però più tardi, a partire dal 2017 e si è consolidata nel corso del 2019, attraverso importanti operazioni condotte da Cassa Depositi e Prestiti e la costituzione, nell'ambito di Borsa Italiana, del segmento di mercato EuroMot Pro, dedicato alle emissioni di valore inferiore ai 50 mln di euro da parte di PMI non quotate. Solo una frazione dei *minibonds* emessi sono però quotati (circa il 70% non è quotato, il 25% è quotato sull'EuroMot Pro e un ulteriore 5,5% su listini esteri).

La consistenza raggiunta in pochi anni dal mercato dei *minibonds* è significativa, ma la quota di PMI che ne hanno finora beneficiato è ancora relativamente modesta e, tra queste ultime, è ancora del tutto marginale la presenza di emissioni finalizzate alla sostenibilità ambientale o sociale (ESG). Secondo l'Osservatorio del Politecnico di Milano⁷¹, a tutto il 2022, le imprese che si sono affacciate sul mercato dei *minibonds* sono in totale 1016 (di queste 663 sono PMI), ma, avendo molte di esse fatto emissioni multiple, sul mercato sono state effettuate 1461 emissioni per un controvalore nominale complessivo di 8,6 mld.⁷² Il programma di Borsa Italiana dedicato alle emissioni

⁶⁹ Il mercato EuroMOT Pro di Borsa Italiana nasce nel 2013 come segmento professionale del mercato ExtraMOT in cui possono essere quotate obbligazioni, *project bonds*, cambiali finanziarie, *asset backed securities* (ABS) e strumenti partecipativi. Dal settembre 2019, ExtraMOT Pro si è arricchito di un nuovo segmento, denominato ExtraMOT Pro³ dedicato all'emissione di obbligazioni da parte di società non quotate, PMI o avnti un valore di emissione inferiore a 50 mln di euro.

⁷⁰ La normativa di riferimento sono il D.L. n.83 del 22/6/2012 (Decreto Sviluppo) e le successive integrazioni e modifiche inserite nel D.L. n.179 del 18/10/2012 (Decreto Sviluppo bis), nel D.L. n.45 del 23/12/2013 (Piano Destinazione Italia) e nel D.L. n. 91 del 24/6/2014 (Decreto Competitività).

⁷¹ Politecnico di Milano, "9° Report italiano sui Minibond.La finanza alternativa per le PMI italiane", 2° quaderno di ricerca, Osservatorio Entrepreneurship&Finance (novembre 2019)

⁷² Dalla sua nascita, il mercato dei *minibonds* ha mostrato una crescita abbastanza regolare, con un numero di emissioni annue che si è decuplicato in un solo quinquennio (passando dalle 16 del 2013 alle oltre 250 del 2022).

sostenibili include anche il comparto dei *minibonds*. Inizialmente inesistente, queste fattispecie di minibonds iniziano a essere emessi nel 2018 e nel 2022 raggiungono 305 mln di raccolta totale, pari al 18,5% dell'intero mercato dei *minibonds* **[cfr. Appendice I]**.

Uno dei problemi che limitano lo sviluppo del mercato dei *minibonds* è quello di attrarre investitori istituzionali non specializzati (fondi pensione, assicurazioni, fondi di *private debt* ecc.) con la tendenza a considerare operazioni con *ticket* minimi più elevati di quelli medi tipici di questo mercato (10-15 mln contro un ordine di grandezza medio compreso tra i 4 e i 6 mln per emissione).

Basket bonds. Per ovviare alle problematiche di cui sopra, negli ultimi anni sono nati i c.d. *basket bonds*, ossia portafogli di *minibonds* cartolarizzati. L'operazione consiste nell'emissione sincronizzata da parte di più imprese di *minibonds* con le medesime caratteristiche di scadenza e rendimento, che vengono tutte sottoscritte da un veicolo giuridico *ad hoc* (uno *Special Purpose Vehicle*, *SPV*). A fronte del portafoglio di *minibonds* sottoscritto, l'*SPV* emette a sua volta titoli cartolarizzati (ABS o *asset backed securities*), spesso dividendoli in *tranche junior* e *senior* di diversa rischiosità, destinati a categorie di investitori con differenti profili di propensione al rischio.

Dopo il successo di alcune emissioni sperimentali⁷³, a partire dal 2017 il mercato dei *basket bonds* ha assunto caratteristiche strutturate e standardizzate per iniziativa di ELITE, una società collegata a Borsa Italiana⁷⁴. L'iniziativa, (denominata *ELITE basket bonds*) ha permesso di creare una struttura di finanziamento sistemica e standardizzata riuscendo a ottimizzare i costi tipici di queste operazioni (che sono tecnicamente molto complesse e quindi anche costose)⁷⁵.

⁷³ Viveracqua Hydrobond 1 nel 2014 (cartolarizzazione di 8 minibonds per un totale di 150 mln, emessi da gestori della distribuzione dell'acqua in Veneto); Viveracqua Hydrobond 2 nel 2016 (cartolarizzazione di 5 società per un totale di 77 mln)

⁷⁴ ELITE è una società partecipata al 75% da LSEG Holding Italia S.p.A., che è una piattaforma internazionale di servizi creata per supportare le imprese nella realizzazione dei loro progetti di crescita.

⁷⁵ Elite Basket Bond nel 2017 (cartolarizzazione di 10 minibonds per un totale di 122 mln, emessi da imprese partecipanti al programma Elite di Borsa Italiana) e Export Basket Bond nel 2019 (cartolarizzazione di 10 minibonds per un totale di 50 mln, emessi, anche in questo caso, da imprese partecipanti al programma Elite di Borsa Italiana)

Box 2.3 – I Mini Basket Bond ESG di Cassa Depositi e Prestiti (*)

Nel 2022 CDP ha implementato il primo programma di Mini Basket Bond ESG, prevedendo la costituzione di un portafoglio di minibond emessi da PMI e Mid Cap italiane, con un importo massimo di 80 milioni di euro, concentrati su progetti con obiettivi ESG⁷⁶. I Basket Bond costituiscono un modello innovativo di aggregazione di minibond, ideato per rispondere alle sfide finanziarie delle imprese di minori dimensioni che, per la loro entità, non sarebbero direttamente supportabili da Cassa Depositi e Prestiti. CDP svolgendo la funzione di "*anchor investor*", ovvero investitore principale, in tutte le operazioni rilevanti, potrebbe assumere così una posizione fondamentale nel garantire un supporto finanziario, in linea con la transizione verde, alle PMI, indispensabili nel contesto economico italiano⁷⁷.

Nel 2022, CDP e UniCredit hanno lanciato, così, il primo Basket Bond legato a obiettivi green, sottoscrivendo ciascuna il 50% dell'ammontare complessivo del programma e con una prima tranche di 48 milioni di euro. Nel 2023 con una seconda emissione consente UniCredit e CDP sostengono altre 5 imprese, mobilitando un totale di 101,5 milioni.

Il Basket Bond ESG gode inoltre del supporto della garanzia dell'European Guarantee Fund (EGF), per la copertura del 90% delle perdite registrate sui singoli minibond e fino alla capienza massima del 35% del portafoglio complessivo. L'EGF, parte del pacchetto di aiuto alla ripresa dell'Unione europea post crisi pandemica, è gestito dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI) ed è volto a concedere rapidamente prestiti, garanzie, titoli garantiti da attività, capitale azionario e altri strumenti finanziari a piccole e medie imprese.

Un ulteriore aspetto chiave del programma è l'assegnazione dello scoring di sostenibilità alle aziende coinvolte, effettuato da Cerved Rating Agency. Le aziende emittenti⁷⁸ si sono impegnate a migliorare il proprio punteggio di sostenibilità con monitoraggio a partire dal terzo anno dall'emissione. UniCredit, in questo caso, ha svolto un ruolo centrale nella definizione dello scoring iniziale e nell'individuazione degli obiettivi di miglioramento, in linea con le linee guida europee e le best practice nel campo della finanza sostenibile.

I Mini Basket Bond ESG risultano così uno strumento efficace nel canalizzare l'interesse degli investitori istituzionali verso le PMI, facilitando l'accesso al credito condizionato a criteri ESG. **[Appendice 1 Tab.2.2]**

(*) a cura di Beatrice Moro

⁷⁶ Cassa Depositi e Prestiti, Bilancio Integrato 2022

⁷⁷ Rapporto Imprese ISTAT: nel 2019 le PMI in Italia rappresentano il 47% di valore aggiunto, e il 50% in termini di addetti ai lavori.

⁷⁸ Comat Servizi Energetici, società di Torino che ha emesso un minibond da 12 milioni; la vicentina Fitt (10 milioni); la comasca Lariotex (8 milioni); la torinese G.D.L. (6 milioni); Ferretto Group di Vicenza (4 milioni), la salernitana Autuori Group Logistics (3 milioni), la calabrese Studio Progettazioni Industriali (3 milioni) e la napoletana Compagnia Manifatture Tessili (2 milioni); La comasca Sacco Srl, operante nel biotech, che ha emesso un minibond da 17,5 milioni; la cuneese Ledoga Srl, specializzata nell'estrazione di tannini vegetali per uso conciaro, enologico e alimentare (15 milioni); la forlivese CDS Holding Spa, attiva nel settore del turismo (10 milioni); la milanese Samsò Spa, attiva nel settore dell'efficienza energetica (8 milioni) e la perugina Eagleprojects Spa, operante principalmente nel service di progettazione di reti per le telecomunicazioni (3 milioni).

3 STRUMENTI CREDITIZI PER LA SOSTENIBILITÀ

Diversamente dai *bonds*, che sono strumenti mobiliari generalmente negoziabili sul mercato dei capitali, i rapporti di credito hanno carattere bilaterale tra istituzione erogante e singolo soggetto finanziato e, a meno di una loro successiva cartolarizzazione, non circolano sul mercato finanziario. La bilateralità conferisce al rapporto creditizio caratteristiche specifiche, in quanto l'istituzione erogante sopporta i rischi connessi all'eventuale inadempienza della controparte e, al fine di ridurre la propria esposizione, ha accesso anche ad informazioni non pubbliche relative all'attività del soggetto finanziato (*screening*). Inoltre, la banca creditrice può godere di un vantaggio informativo ulteriore derivante dal fatto che l'utilizzo dei prestiti per cassa transita per la movimentazione del conto corrente dell'affidato consentendo un *monitoring* diretto da parte della banca dell'utilizzo dei fondi. La capacità della banca di gestire le asimmetrie informative e di garantirsi il rispetto dei *covenant* contrattuali è quindi generalmente superiore a quella degli investitori in titoli negoziabili sul mercato.

In generale le tipologie di prodotti creditizi collegati alla sostenibilità sono classificabili in tre categorie principali: i prestiti "verdi" o *Green Loans* (GL), i *Sustainability Linked Loans* (SLL) e i mutui per l'efficienza energetica o *Energy Efficient Mortgages* (EEM).

3.1 GREEN LOANS E SUSTAINABILITY LINKED LOANS

I *Green Loans* (GL) e i *Sustainability Linked Loans* (SLL) sono prestiti erogati da istituti creditizi e da NPB (come CDP o Invitalia-MCC). Hanno finalità e struttura tecnica analoga ai *Green Bonds* (GB) e ai *Sustainability Linked Bonds* (SLB), ma non sono negoziabili sul mercato dei capitali. I GL destinano le risorse raccolte per finanziare specifici progetti con finalità ambientali e/o sociali (ESG)⁷⁹. Diversamente, i SLL non finanziano progetti specifici, ma contribuiscono al finanziamento generale di un'impresa che ha generali obiettivi di sostenibilità (come ad es. la riduzione della propria impronta carbonica), al

⁷⁹ Come per i *Green Bonds*, le tipologie di progetti finanziati da *Green Loans* sono: energie rinnovabili, efficientamento energetico, mobilità pulita, immobili green, gestione dell'acqua e adattamento climatico. In materia, nel febbraio 2023, l'LMA (*Loan Market Association*) ha pubblicato i "*Green Loans Principles*" e i "*Sustainability Linked Loans Principles*" (cfr. rispettivamente: https://www.lma.eu.com/application/files/4716/7715/0338/Green_Loan_Principles_23_February_2023.pdf e https://www.lma.eu.com/application/files/9216/8192/1243/Sustainability_Linked_Loan_Principles_23_February_2023_v.2.pdf).

cui raggiungimento sono legate le condizioni di remunerazione finanziaria del SLL⁸⁰. Per questo, gli SLL sono generalmente strumenti collegati alla c.d. finanza “di transizione”⁸¹.

Per i SLL, l'ente finanziatore valuta *ex-ante* gli obiettivi ESG e la strategia dichiarati dal beneficiario e monitora *ex-post* il loro rispetto nell'arco di vita del finanziamento. Per ogni anno in cui gli impegni collegati agli obiettivi ESG sono rispettati, viene riconosciuto dall'ente finanziatore uno sconto sugli interessi gravanti sul prestito (in alcuni casi può essere anche prevista una penalità ove gli obiettivi non vengano rispettati). La reportistica periodica (almeno annuale) sulla performance del beneficiario deve generalmente essere soggette a certificazione esterna.

3.2 ENERGY EFFICIENT MORTGAGES (EEM)

Gli *Energy Efficient Mortgages* (EEM) o mutui per l'efficienza energetica sono prestiti a medio-lungo termine finalizzati a progetti di efficienza energetica. Dal punto di vista strettamente finanziario, la forma tecnica di tali mutui non differisce da quella ordinaria, ma su quest'ultima si innestano uno o più meccanismi di incentivazione collegati a predeterminati obiettivi di efficientamento energetico⁸².

⁸⁰ I SLL (ad esempio i *KPI linked* o *SDG linked*) sono strutturalmente collegati al raggiungimento di uno o più obiettivi SDG (*Social Development Goals*) attraverso un *covenant* contrattuale che condiziona il pagamento degli interessi periodici (in aumento o in diminuzione) al rispetto di specifici *key performance indicators* (KPIs).

⁸¹ Sono definiti “di transizione” i finanziamenti orientati a supportare i settori più *carbon-intensive* (per i quali non sono ancora disponibili soluzioni *low-carbon*) nel raggiungimento degli obiettivi climatici di Parigi e nella progressiva riduzione (e azzeramento entro il 2050) delle emissioni nette di gas serra, attraverso investimenti di riconversione tecnologica e/o produttiva.

⁸² Negli Stati Uniti, ad esempio, gli EEM sono strumenti tipicamente offerti ai privati da agenzie pubbliche operative sul mercato immobiliare (Fannie Mae, Freddie Mac, FHA) sulla base di *standard* definiti a livello nazionale. Questi mutui (detti *conventional EEM*) godono di maggiore flessibilità nei parametri di accesso (rapporto prestito/valore dell'immobile o debito/reddito) rispetto ai mutui immobiliari ordinari e richiedono che il mutuatario venga assistito tecnicamente da un consulente (*energy audit*), al fine di stimare i consumi energetici correnti, i costi e i potenziali risparmi energetici e valutare l'orizzonte di ammortamento dell'investimento. Le tipologie di EEM collegate a specifici obiettivi di efficienza (dette *specialty mortgages*) sono invece tipicamente oggetto di convenzioni tra istituzioni creditizie e governi locali, dove questi ultimi legano l'erogazione del sussidio (in conto interessi e/o costi istruttori) a predefiniti livelli di miglioramento dei parametri energetici dell'immobile. Cfr. EPA, <https://www.epa.gov/statelocalenergy/energy-efficient-mortgages>

Nel 2018 in Europa, in funzione delle iniziative di promozione dell'efficientamento energetico della UE⁸³, un gruppo di primari istituti bancari privati internazionali⁸⁴ ha aderito all' *Energy Efficient Mortgage Action Plan* (EeMAP)⁸⁵ con la finalità di dare impulso al processo di efficientamento energetico del parco immobiliare e di standardizzare le procedure di istruttoria e di erogazione. L'iniziativa si basa sull'evidenza che il mercato dei mutui riguarda il 46% del Pil europeo e che l'efficientamento energetico genera una significativa rivalutazione del valore dell'immobile e una correlata riduzione del rischio di insolvenza⁸⁶. L'EeMAP prevede sconti in conto interessi sia per le nuove costruzioni (di classe energetica A+/A o B), sia per edifici esistenti (con riduzione degli interessi proporzionale al miglioramento di classe energetica realizzata)⁸⁷.

Lo sviluppo di un mercato dei mutui “verdi” e di EEM è correlato a quello dei *covered bonds* (obbligazioni garantite dai mutui), che ne rappresentano una delle principali

⁸³ Nel novembre 2022, la Commissione Europea ha incaricato l'EBA di formulare proposte entro la fine di dicembre 2023 per la revisione della *Mortgage Credit Directive* (MCD 2014/17/EU). Revisioni analoghe sono anche in corso da parte della Commissione con riferimento alla *Consumer Credit Directive* ((2008/48/EC) adottata nel giugno 2021 e delle proposte di revisione della *Energy Efficiency Directive* (EED COM 558/2021) e della *Energy Performance of Building Directive* (EPBD 802/2021) del dicembre 2021.

⁸⁴ ABN Amro, BNP Paribas, ING, Münchener Hypothekenbank, Unicredit, Crédit Foncier de France, Barclays, Berlin Hyp, Crédit Agricole, Volksbank Bozen, Caja Rural de Navarra, Cooperative Central Bank Cyprus, NIBC Bank N.V.

Obvion Hypotheken, Crelan, BBVA, JP Morgan, Banca MPS, Fannie Mae, DBS Bank Singapore, Japan Housing Finance Agency, HSBC, KBC. Cfr. https://energy.ec.europa.eu/system/files/2017-12/003_luca_bertalot_seif_paris_11-12-17_0.pdf

⁸⁵ Cfr. EeMAP è un'iniziativa finanziata nel 2017 dalla Commissione Europea nell'ambito del programma Horizon 2020, con l'obiettivo di progettare la standardizzare dei mutui finalizzati all'efficientamento energetico degli edifici (EEM). cfr. <https://cordis.europa.eu/project/id/746205/it>. L'iniziativa si è consolidata nella *Energy Efficient Mortgage Action Initiative* (EEMI) con lo scopo di facilitare lo sviluppo del mercato dei EEM e di quello connesso dei *covered bonds*. Cfr. <https://energyefficientmortgages.eu>

⁸⁶ Cfr. European Commission-EEFIG, “*The Quantitative Relationship between Energy Efficiency Improvements and Lower Probability of Default of Associated Loans and Increased Value of the Underlying Assets*” Final Report on risk assessment (November 2021), <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/32387875-b94b-11ec-b6f4-01aa75ed71a1/language-en>

⁸⁷ In coerenza con la normativa europea, gli interventi di riqualificazione energetica *eligible* per mutui EEM o “green” devono prevedere miglioramenti di almeno il 30% delle prestazioni energetiche dell'edificio. E' probabile che tale parametro venga rivisto a seguito della modifica degli obiettivi generali di efficientamento energetico della UE.

All'interno del pacchetto *Fit for 55*, la Commissione Europea ha infatti proposto di rivedere la vigente Direttiva *Energy Efficiency Directive* (EED COM 558/2021), aumentando l'attuale obiettivo europeo in materia di efficienza energetica dal 32,5% al 36% per il consumo di energia finale e raddoppiando sostanzialmente il target di riduzione dei consumi finali dallo 0,8% annuo al 1,5% annuo.

modalità di finanziamento⁸⁸. La quota di mercato di mutui “green” o EEM in Italia è ancora marginale (circa il 3% delle richieste⁸⁹), soprattutto in ragione del fatto che mutui di questa natura sono destinati all’acquisto di abitazioni di classe energetica molto elevata (A o B), che rappresentano una quota modesta del parco immobiliare residenziale⁹⁰.

3.3 IL MERCATO DEI PRESTITI *GREEN*

Le informazioni statistiche relative ai prestiti “green” (inclusendo in questa definizione generale GL, SLL e EEM) sono scarse e frammentarie e non consentono una visione d’insieme del mercato.

Overview di EBA. Per supplire a questa carenza, l’EBA, su richiesta della Commissione Europea⁹¹, ha avviato (tra febbraio e aprile 2023) una raccolta di informazioni presso gli istituti bancari che dovrebbe consentire una visione consolidata del mercato delle varie tipologie di prestiti c.d. “green”, attraverso un censimento dei prodotti, delle classificazioni e degli *standard* esistenti⁹².

Secondo il mandato della Commissione, l’*overview* di EBA dovrebbe: (1) descrivere le pratiche di mercato evidenziandone i segmenti più significativi, soprattutto in relazione a quelli in cui i debitori privati *retail* e le PMI sono più attivi; (2) differenziare le diverse categorie di prestiti (prestiti per l’efficienza energetica, prestiti per energie rinnovabili, prestiti per il rinnovo del parco auto o destinati alla mobilità sostenibile ecc.); (3) comparare i metodi adottati dalle banche per identificare e classificare i green loans, e valutarne la coerenza con le definizioni di sostenibilità offerte dalla EU Taxonomy e dalla SFDR; (4) valutare, su base comparativa, vantaggi e costi per i debitori delle diverse tipologie di prestiti “green” rispetto a prestiti ordinari, nonché i rischi connessi al non raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità pattuiti (ad es. estinzione anticipata del prestito, aumento dei tassi di interesse ecc.); (5) valutare costi amministrativi e benefici per le istituzioni creditizie relativi all’offerta di *green loans*.

⁸⁸ I *covered bonds* (obbligazioni garantite) sono emissioni obbligazionarie dell’istituto bancario erogante i mutui in cui questi ultimi fungono da collaterale specificamente destinato a garantire i sottoscrittori delle obbligazioni: i *covered bonds* godono quindi di una doppia garanzia (quella costituita dal capitale della banca emittente e quella costituita dal cespite dedicato). Tipicamente il portafoglio mutui dedicato all’emissione viene ceduto dalla banca erogante ad una SPV (*Special Purpose Vehicle*) con lo scopo di “segregare” la garanzia.

⁸⁹ Il dato deriva da un’analisi condotta in Italia, tra maggio 2020 e febbraio 2021, su un campione di 75000 richieste di finanziamento raccolte dai portali *Facile.it* e *Mutui.it*. <https://quifinanza.it/economia/il-mercato-dei-mutui-green-prende-piede-in-italia-chi-li-richiede-e-come-funzionano/477501/>

⁹⁰ L’ENEA stima che solo il 10% delle unità abitative rientri in Italia nelle classi energetiche A e B, cfr. ENEA, “RAEE, Rapporto Annuale sull’Efficienza Energetica 2022” (dic 2022) p.113

⁹¹ La richiesta da parte della Commissione Europea è del 23/11/2022.

⁹² <https://www.eba.europa.eu/eba-seeks-input-credit-institutions-green-loans-and-mortgages>

3.4 L'EVOLUZIONE IN ATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE EUROPEA IN MATERIA DI PRESTITI "GREEN"

Analogamente ai *Green Bonds*, per i quali la Commissione Europea sta definendo standard vincolanti, sono in gestazione linee guida anche per i prodotti di credito *green*.

Gli intermediari bancari eroganti sono soggetti altamente regolamentati e sottoposti alle disposizioni e ai controlli delle Autorità di Vigilanza europee e nazionali (ESAs⁹³, BCE, Banca d'Italia, Consob). Con le linee guida della *European Banking Authority* (EBA)⁹⁴ e le iniziative della BCE⁹⁵ e della Banca d'Italia⁹⁶ in materia di vigilanza bancaria, anche il sistema bancario è stato investito dalle problematiche connesse alla gestione dei rischi climatici e all'adozione di *policy* di sostenibilità nell'erogazione di credito.

Un primo livello di regolamentazione riguarda l'esposizione delle istituzioni finanziarie ai rischi climatici ("fisici" e di "transizione"). In quest'ambito, l'EBA ha inviato le proprie raccomandazioni alla Commissione Europea in merito alle modalità di valutazione (KPIs) e di *disclosure* che le istituzioni devono adottare⁹⁷ e ha successivamente elaborato indicazioni operative specifiche⁹⁸. In quest'ambito, EBA offre anche un quadro di

⁹³ La denominazione collettiva ESA indica le tre agenzie europee di indirizzo e coordinamento tra le Autorità di Vigilanza della UE: EBA (*European Banking Authority*), ESMA (*European Securities and Market Authority*) ed EIOPA (*European Insurance Occupational Pension Authority*).

⁹⁴ EBA, "Action Plan on Sustainable Finance" (December 2019) e EBA, "Roadmap on Sustainable Finance" (Dicembre 2022), <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-its-roadmap-sustainable-finance>

⁹⁵ ECB, "Economy-wide Stress Tests. Methodology and Results" Occasional Paper n.281 (September 2021); ECB, "Climate Stress Test Report" (July 2022), <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/tasks/stresstests/html/index.en.html#:~:text=In%202023%20the%20ECB%20will,the%20end%20of%20July%202023.>

⁹⁶ Banca d'Italia, "Aspettative di Vigilanza sui rischi climatici e ambientali" (8/4/2022), <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/aspettative-di-vigilanza-sui-rischi-climatici-e-ambientali/>; Banca d'Italia, "Il rischio climatico per le banche italiane" Note di stabilità finanziaria e vigilanza n.29 (28/6/2022), https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-stabilita/2022-0029/Note_di_stabilita_finanziaria_e_vigilanza_N.29_ITA.pdf.pdf

⁹⁷ EBA Report, "Advice to the Commission on KPIs and Methodology for Disclosure by Credit Institutions and Investment Firms under the NFRD on How and to What Extent Their Activities Qualify as Environmentally Sustainable According to the EU Taxonomy Regulation" EBA/Rep/2021/03 (March 2021), <https://www.eba.europa.eu/eba-advises-commission-kpis-transparency-institutions%E2%80%99-environmentally-sustainable-activities>

⁹⁸ EBA, "Final Report on ITS on Prudential Disclosures on ESG Risks in accordance with Article 449a CRR", EBA/ITS/2022/01 (January 24, 2022), https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2022/1026171/EBA%20draft%20ITS%20on%20Pillar%203%20disclosures%20on%20ESG%20risks.pdf

riferimento ampio e dettagliato per ancorare la definizione dei finanziamenti sostenibili o “green” erogati da istituzioni finanziarie [cfr. **Appendice II**]⁹⁹.

Con la “*Strategia per il finanziamento della transizione ad un’economia sostenibile*” del giugno 2021¹⁰⁰, la Commissione Europea ha inoltre evidenziato, tra le aree su cui procedere, anche la necessità di facilitare l’accesso alla finanza sostenibile di famiglie e piccole imprese attraverso il credito¹⁰¹. A questo scopo la Commissione Europea ha richiesto all’EBA di proporre, entro la fine del 2024, una definizione univoca di prestiti e mutui “green”, di studiare le pratiche creditizie correnti in materia sul mercato bancario e di proporre misure per incentivare e facilitare l’accesso a questa tipologia di crediti da parte di famiglie e PMI.¹⁰²

Box 3.1 – Le guidelines della Loan Market Association

A livello internazionale, la *Loan Market Association* (LMA) ha di recente emanato linee guida applicative di natura generale sia per i GL sia per i SLL al fine di offrire agli operatori di mercato un *framework* applicativo di riferimento. Le linee guida di riferimento sono oggi applicabili solo su base volontaria.

Green Loans standards. Con riferimento ai GL, le *guidelines* LMA riguardano in particolare:

1. L'utilizzo dei proventi
2. Il processo di selezione e di valutazione dei progetti
3. La gestione dei proventi
4. Il reporting

La caratteristica chiave dei GL è la destinazione dei proventi del prestito. Le tipologie di progetti eligible per i GL sono assimilabili a quelle definite anche per i GB e altri strumenti collegati alla sostenibilità, vale a dire: mitigazione e adattamento, con riferimento al cambiamento climatico; preservazione delle risorse naturali e dell'ambiente; difesa della biodiversità; controllo e prevenzione dell'inquinamento. I benefici ambientali dei progetti

⁹⁹ EBA “On Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms”, Report (June, 2021), <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-its-report-management-and-supervision-esg-risks-credit-institutions-and-investment>

¹⁰⁰ European Commission (2021), “*Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*”, COM (2021) 390 final e SWD (2021) 180 final (6.7.2021). https://ec.europa.eu/info/publications/210706-sustainable-finance-strategy_en

¹⁰¹ Questa componente della Strategia è distinta da quella dedicata all’identificazione e alla mitigazione dei rischi climatici a cui è esposto il settore finanziario. A questi ultimi è dedicata la revisione della *Capital Requirement Regulation* (CRR) con riferimento ai rischi climatici “fisici” e di “transizione”. Cfr.

¹⁰² L’opinione di EBA è attesa per la fine di dicembre 2023 e incorporerà anche le proposte per la revisione della *Mortgage Credit Directive* (MCD 2014/17/EU). Revisioni analoghe sono peraltro in corso da parte della Commissione con riferimento alla *Consumer Credit Directive* ((2008/48/EC) adottata nel giugno 2021 e delle proposte di revisione della *Energy Efficiency Directive* (EED COM 558/2021) e della *Energy Performance of Building Directive* (EPBD 802/2021) del dicembre 2021.

finanziati (inclusi le spese correlate di supporto, come ad es. R&S) devono essere adeguatamente descritti e quantificati. Qualora le risorse vengano utilizzate come generico rifinanziamento, la quota di rifinanziamento deve essere esplicitata e attribuita agli specifici progetti a cui è destinata.

Il prestito può assumere molteplici forme tecniche. La destinazione dei proventi di un mutuo a scadenza o di crediti utilizzabili in *tranche* è più facilmente tracciabile di quella di un credito rotativo (*revolving*). Anche in quest'ultimo caso, tuttavia, l'eventuale destinazione a progetti *green* deve essere chiaramente specificata nella fase istruttoria e documentata nell'arco di vita della facilitazione creditizia. I crediti rotativi di natura generica non possono invece essere classificati come *green*.

Processo di selezione/valutazione dei progetti. Il richiedente deve specificare in modo chiaro gli obiettivi di sostenibilità, le modalità e i tempi in cui perseguirli, il processo di selezione e le valutazioni di impatto attese. È necessario che siano concordati specifici KPIs, criteri di esclusione (in particolare con riferimento alla Tassonomia europea) e criteri di certificazione *green* dei progetti. È inoltre necessario che vengano identificate le eventuali fonti di rischio materiale e valutati gli impatti avversi di natura ambientale e/o sociale (DNSH, *do not significantly harm*) e identificare opportune azioni di mitigazione (anch'essere oggetto di monitoraggio da parte del finanziatore).

Gestione dei proventi. La gestione dei proventi deve essere presidiata da processi organizzativi formalizzati e con responsabilità decisionali e operative definite (*project governance*). In linea generale, con riferimento ai progetti che le istituzioni finanziatrici considerano *eligible* come GL, i proventi devono essere accreditati su un apposito conto corrente e tracciati. Qualora i proventi siano erogati in più *tranche*, ciascuna *tranche* deve essere specificamente classificata in relazione ai diversi progetti GL a cui è attribuita (ovvero a diverse fasi del medesimo progetto). Ove le tranche finanzino progetti multipli, ciascuna di esse deve essere accreditata su un conto separato e/o tracciata in modo appropriato dal debitore. Onde evitare contenziosi o dubbi interpretativi, un'operazione creditizia in qualunque forma tecnica non può essere classificata come "*green*" se il suo utilizzo è misto; l'eventuale componente allocata a progetti "*green*" deve essere segregata, per potere essere classificata come tale.

Reporting. Il beneficiario è tenuto a produrre una specifica reportistica (su base almeno annuale) attestante l'utilizzo dei proventi "*green*" fino all'integrale utilizzo di ciascuna linea di credito (ovvero fino alla sua scadenza). Il debitore deve anche rendicontare periodicamente l'utilizzo dei saldi non allocati e la loro destinazione prospettica. Il rapporto annuale deve elencare tutti i *green projects* finanziati dal/dai GL, darne una sintetica descrizione, indicarne lo stato di avanzamento e valutarne gli impatti attesi e raggiunti (ove appropriato anche in termini quantitativi)¹⁰³. Per ragioni di confidenzialità e/o di natura competitiva, le informazioni dettagliate devono essere prodotte solo a beneficio

¹⁰³ La trasparenza è di particolare importanza con riferimento agli impatti dei progetti e deve essere sia di natura qualitativa, ma corredata (ove pertinente) anche da dati quantitativi relativi ai KPIs del progetto (ad es.: consumi energetici; capacità elettrica prodotta; riduzione delle emissioni di GHG effettive; emissioni GHG evitate ecc.). Le metodologie di calcolo degli indicatori e le eventuali assunzioni alla base di calcoli devono essere esplicitate e pubbliche.

dell'istituzione erogante il GL, dell'eventuale certificatore terzo e delle Autorità di Vigilanza, mentre le informazioni di diffusione pubblica possono fare riferimento a dati aggregati, purchè compatibili con la normativa in tema di *disclosure* (NFRD, CSDR, SFRD).

Sustainability Linked Loans. Con riferimento ai SLL, le *guidelines* LMA riguardano invece soprattutto:

1. La selezione dei *Key Performance Indicators* (KPIs)
2. La calibrazione degli obiettivi
3. Il meccanismo di indicizzazione del prestito
4. Il reporting
5. Il processo di verifica dei risultati

Selezione dei KPIs. Poiché la finalità dei SLL è supportare lo sforzo del debitore nel migliorare il proprio profilo di sostenibilità nel tempo, quest'ultimo deve essere parametrato ad indicatori coerenti con gli obiettivi dichiarati dal debitore. Per essere credibili, i *KPIs* devono essere numericamente pochi, coerenti con la strategia di sostenibilità del debitore e rappresentativi delle principali sfide che caratterizzano il settore in cui opera. A questo fine, i *KPIs* devono cioè essere:

- *materiali* e di elevata significatività per l'attività corrente e futura del debitore;
- misurabili sulla base di metodologie coerenti e certificate;
- comparabili con *benchmark* di *best practice* (valutate da parti terze o basate su metodologie che consentano di giudicare il livello di ambizione).

I *KPIs* devono essere chiaramente definiti *ex-ante* nelle soglie/traiettorie obiettivo e nella metodologia di calcolo (in accordo con gli standard internazionali e/o *science based*) e, per ciascuno di essi, devono essere identificate soglie *benchmark* e/o traiettorie di riferimento (*baseline*).

Calibrazione degli obiettivi. La definizione degli obiettivi (*Sustainable Performance Targets* o SPT) è la chiave per l'applicazione dei SLL e rappresentano il livello di ambizione del debitore. I SPT, espressi in termini di *KPIs*, devono essere fissati per ogni anno nell'arco del periodo di applicazione del prestito. In generale gli obiettivi devono:

- rappresentare un miglioramento materiale dei *KPIs* rispetto ai valori correnti e a quelli connessi all'attività abituale e/o ai requisiti minimi regolamentari;
- essere confrontati con *benchmark* e/o con riferimenti esterni;
- essere coerenti con la complessiva strategia di *business* del debitore;
- avere scadenze di verifica definite nel tempo (concordate con il finanziatore).

Gli obiettivi, definiti in termini di specifici *KPIs*, devono inoltre essere calibrati:

- sulla base della performance del debitore stesso, con un tracciamento, ove possibile, di ciascun *KPI* sull'arco di più anni (almeno gli ultimi 3);
- sulla base del confronto con le *best practice* di mercato e/o gli *standard medi* di settore;
- sulla base del riferimento a scenari *science-based* (ad es. *carbon budgets* coerenti con gli obiettivi di Parigi; obiettivi *net-zero*; *SDG* ecc.) oppure con riferimento alle migliori tecnologie disponibili (o altre *proxy* di obiettivi ESG rilevanti).

Il debitore deve informare il finanziatore con periodicità predefinita dell'evoluzione dei KPIs nel tempo (sia in assoluto che rispetto ai valori *benchmark* o *baseline*) ed è altresì tenuto a comunicare qualunque eventuale modifica dei *benchmark/baseline scenarios*. Il debitore deve peraltro indicare al finanziatore le modalità con cui intende perseguire gli obiettivi di sostenibilità, i connessi processi di gestione e di *governance*, le azioni e le leve che intende porre in essere e il loro impatto atteso.

Il debitore è incoraggiato a servirsi di terze parti esterne indipendenti che certifichino, nella fase istruttoria (*pre-signing*), obiettivi e KPIs con una *Second Party Opinion* (SPO) e, nella fase di erogazione (*post-signing*), validino ogni eventuale modifica materiale di SPTs, KPIs, parametri etc.

Il meccanismo di indicizzazione del prestito. Caratteristica dei SLL è che alcuni aspetti tecnici del prestito (tipicamente il tasso di interesse) sono legati al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità (SPT). Se, sulla base delle metriche di misura concordate (KPIs) gli obiettivi raggiungono (o superano) le soglie predefinite, scatta uno "sconto" (anch'esso predefinito nell'entità). In alcuni casi, anziché un singolo valore-soglia da raggiungere, possono essere applicate "bande di oscillazione" neutrali del valore dei KPIs, all'interno delle quali lo sconto non si applica

4 STRUMENTI DI CARTOLATIZZAZIONE DEGLI ATTIVI (GREEN SECURITIZATION)

4.1 COVERED BONDS E ASSET BACKED SECURITIES

Covered bonds (CB o obbligazioni garantite) e *Asset backed securities* (ABS) rappresentano due modalità di cartolarizzazione degli attivi bancari (ovvero di trasformazione di crediti in titoli negoziabili sul mercato dei capitali)¹⁰⁴. Lo sviluppo dei *Covered bonds* e la categoria di ABS denominata *Mortgage Backed Securities* (MBS) sono strumenti legati allo sviluppo del mercato dei mutui e possono quindi essere incentivati per orientare e supportare quest'ultimo a favore degli *Energy Efficient Mortgages* (EEM) o di altre tipologie di finanziamenti a medio-lungo termine finalizzati alla transizione, come i *Green Loans* (GL) e i *Sustainability Linked Loans* (SLL)¹⁰⁵.

Le due tipologie di cartolarizzazione (CB e ABS) sono solo apparentemente analoghe, ma in realtà presentano profili di rischio assai diversi per l'investitore finale. Nel caso dei *covered bonds*, l'investitore è infatti doppiamente garantito (dal capitale della banca e

¹⁰⁴ Le cartolarizzazioni sono regolate in Italia dalla Legge n.130 del 30/4/1999 "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti" e successive modificazioni- cfr. <https://www.securitisation-services.com/it/normative/index.php>

¹⁰⁵ Si veda il cap. 2 infra

dagli specifici cespiti dedicati a garanzia dell'obbligazione). Al contrario, nel caso dell'ABS il rischio di insolvenza dei crediti cartolarizzati è interamente trasferito dalla banca all'investitore finale.

Covered bonds. I *covered bonds* sono emissioni obbligazionarie delle banche garantite da specifiche attività (tipicamente crediti ipotecari e fondiari, crediti alle pubbliche amministrazioni o garantiti da queste ultime, oppure anche titoli emessi nell'ambito di analoghe operazioni di cartolarizzazione di crediti della medesima natura)¹⁰⁶. Analogamente ad altri sistemi (come, ad esempio, quello tedesco dei *Pfandbriefs*) alle banche italiane è consentito fare ricorso a questo strumento di cartolarizzazione dei crediti al fine di migliorare la struttura della propria raccolta (in termini di riduzione dei costi, e di minore *mismatching* tra attivo e passivo), offrendo agli investitori titoli a basso profilo di rischio, standardizzati e di liquidità elevata. Queste obbligazioni bancarie sono garantite, in caso di fallimento della banca emittente, dalla possibilità di rivalersi su attività appositamente segregate in una società veicolo¹⁰⁷. Inoltre, con riferimento all'equilibrio tra i flussi di cassa attivi generati dagli attivi segregati (*cover pool*) e

¹⁰⁶ I *covered bonds* sono stati introdotti nell'ordinamento italiano mediante il disposto dell'art.7bis della Legge n.130 del 30/4/1999 (*"Disposizioni sulle cartolarizzazioni dei crediti"*). Al fine di tutelare i depositanti e gli altri creditori della banca emittente, la Banca d'Italia pone limiti all'ammontare di attività segregabili in funzione dei coefficienti di patrimonializzazione e del Tier1 Ratio della banca emittente (più elevati sono questi ultimi, più alti sono i limiti). Cfr. *Istruzioni di Vigilanza per le banche* della Banca d'Italia e Circolare n.285 del 17/12/2013 e successivi aggiornamenti <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/index.html>

¹⁰⁷ Lo schema operativo di *covered bonds* è il seguente: (1) cessione da parte della banca di una quota dei propri attivi (ad es. mutui) ad una società veicolo (SPV o *Special Purpose Vehicle*), appositamente costituita e avente come oggetto esclusivo la realizzazione della cartolarizzazione dei crediti; (2) segregazione degli attivi da parte della SPV in un patrimonio separato (a cui si applica la disciplina ex-L.130/1999); (3) emissione di obbligazioni garantite da parte di una banca (emittente), che può essere anche diversa da quella cedente gli attivi; (4) prestazione da parte della SPV cessionaria di una garanzia a valere sugli attivi segregati a favore dei portatori dei *covered bonds* (questa garanzia è irrevocabile, a "prima richiesta", incondizionata e autonoma rispetto alle obbligazioni assunte dalla banca emittente); (5) erogazione alla SPV cessionaria da parte della banca (eventualmente anche diversa sia da quella cedente che da quella emittente) di un finanziamento volto a fornire alla SPV i mezzi per l'acquisto degli attivi dalla banca cedente, il cui rimborso è subordinato all'integrale soddisfacimento dei diritti dei portatori di *covered bonds*.

La società veicolo (SPV o *Special Purpose Vehicle*) è appositamente costituita e ha come oggetto esclusivo la realizzazione della cartolarizzazione dei crediti. La funzione della SPV è quella di rendere concreta la fuoriuscita di attivi patrimoniali dal bilancio dell'*originator* (banca cedente) e di realizzare l'operazione di cartolarizzazione attraverso la segregazione degli attivi in apposito patrimonio separato (da quello della SPV e rispetto a quello relativo ad altre operazioni di cartolarizzazione). Questo patrimonio separato è a destinazione vincolata in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi (CB o ABS). Poiché i risultati economici derivanti dalla gestione del patrimonio cartolarizzato non entrano nella disponibilità della SPV, quest'ultima opera in regime di neutralità fiscale (cfr. Agenzia delle Entrate, Circolare n.8 del 6/2/2003).

quelli passivi sui *covered bonds* emessi, la disciplina impone che, per l'intera durata dell'operazione, i primi siano sufficienti a coprire gli interessi e i costi dovuti dalla banca emittente sui CB.¹⁰⁸ Nel caso il rapporto tra *cover pool* e *cover bond* scenda al di sotto del 100%, la banca è obbligata ad integrare gli attivi ceduti.

*Asset Backed Securities*¹⁰⁹. Come i *covered bonds*, gli ABS sono titoli derivanti dalla cartolarizzazione di cespiti attivi delle banche. Gli attivi (ad es. mutui) vengono anche in questo caso ceduti a una società veicolo *ad hoc* (SPV o *Special Purpose Vehicle*)¹¹⁰. Tuttavia, diversamente dai CB, è la stessa società veicolo che emette i titoli ABS a fronte del portafoglio mutui acquisito. Il flusso di liquidità che il portafoglio crediti è in grado di realizzare (a titolo di capitale, interessi, interessi di mora, commissioni ecc.) è funzionale in via esclusiva -assieme alle garanzie collaterali che eventualmente assistono l'operazione- al rimborso degli ABS emessi, alla corresponsione degli interessi su di essi e alla copertura dei costi dell'operazione. Poiché il valore e il rendimento degli ABS dipende strettamente dal valore e dal rendimento della massa dei crediti acquisiti dalla SPV, il rischio di credito connesso al portafoglio mutui di quest'ultima è totalmente traslato sui sottoscrittori degli ABS. Sotto questo profilo, le emissioni di ABS sono tipicamente segmentate in *tranche* (*senior*, *mezzanine* e *junior*), che contrattualmente assorbono in diversa misura le eventuali perdite che maturano sul *pool* di mutui. In relazione alla loro diversa esposizione al rischio, sulle emissioni di ABS vengono offerti agli investitori rendimenti tanto più elevati quanto più basso è il loro *rating*¹¹¹.

¹⁰⁸ Per l'esattezza: per tutta la durata dell'operazione, il valore attuale netto dei mutui deve essere almeno pari al valore attuale netto dei CB in essere e gli interessi e gli altri proventi generati dalle attività facenti parte del *cover pool* devono essere sufficienti a coprire gli interessi e i costi dovuti dalla banca sui CB emessi.

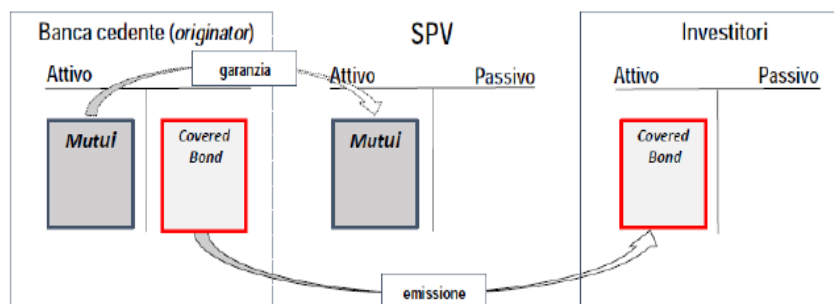
¹⁰⁹ La dizione generale gli ABS (*Asset Backed Securities*) può assumere denominazioni diverse in relazione alla tipologia di cespiti attivi cartolarizzati: MBS (o *Mortgage Backed Securities*) con riferimento ai mutui e, a loro volta gli MBS possono essere suddivisi in RMBS (*Residential Mortgages*) con riferimento ai mutui residenziali e CMBS (*Commercial Mortgages*) con riferimento ai mutui per edilizia commerciale. Una tipologia particolare di ABS sono i CDO (*Collateralized Debt Obligations*) che rappresentano invece cartolarizzazioni di secondo e terzo grado (rispettivamente CDO² e CDO³) in cui vengono ri-cartolarizzati non mutui, ma altri titoli ABS. Spesso il rischio di investimento in queste tipologie di titoli viene coperto con CDS (*credit default swap*), che sono derivati creditizi i quali, in cambio del pagamento di un premio periodico (*CDS spread*), garantiscono il rimborso del titolo sottostante in caso di *default* di quest'ultimo.

¹¹⁰ Cfr. nota 102

¹¹¹ I *rating* sono valutazioni sintetiche del rischio di insolvenza delle emissioni obbligazionarie rilasciati da agenzie specializzate (le più importanti sono Standard&Poors, Moody's e Fitch) e sono espressi in scala alfanumerica decrescente con l'aumentare dell'esposizione al rischio, da un massimo (AAA) che segnala assenza di rischio ad un minimo (D) che segnala il default. Le valutazioni migliori (dette *investment grade*)

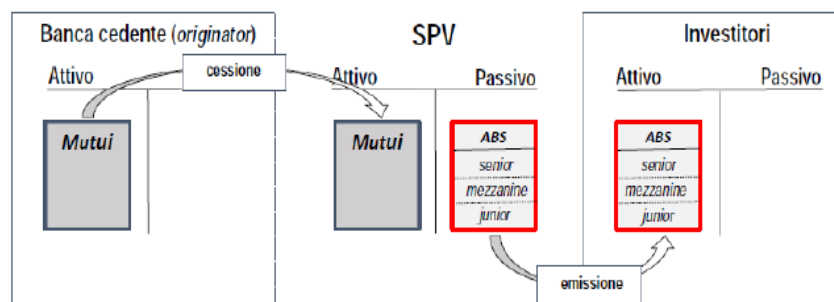
Fig. 4.1 – Il processo di cartolarizzazione: Covered Bonds vs Asset Backed Securities

Schema operativo Covered Bonds (CB)



- La banca emittente colloca obbligazioni garantite da mutui
- I mutui posti a garanzia sono segregati una SPV
- Le obbligazioni garantite godono di un diritto di prelazione sulla liquidazione dei mutui

Schema operativo Asset Backed Securities (ABS / MBS)



- I mutui vengono ceduti dalla banca alla SPV (che ne diventa titolare)
- A fronte del portafoglio mutui acquisito, la SPV emette ABS (in *tranche* di diversa rischiosità e diverso rating)

La disciplina europea regola entrambe queste tipologie di operazioni¹¹² e, negli ultimi anni, ha previsto modalità semplici, trasparenti e standardizzate (STS) di gestione delle cartolarizzazioni. Più di recente, queste modalità sono state estese anche a operazioni c.d. “sintetiche nel bilancio” (ovvero ad un tipo di cartolarizzazioni in cui la banca cedente continua a possedere le esposizioni sottostanti anziché cederle ad una SPV¹¹³). Le

sono quelle superiori a BBB, mentre quelle più rischiose si collocano al di sotto di questa soglia (dette *sub-investment grade* o, alternativamente *high yield* o *junk bonds*). Le emissioni c.d. *senior* sono quelle meno rischiose (e con *rating* più elevato), le *junior* le più rischiose (e con i *rating* più bassi) e le *mezzanine* si collocano in posizione intermedia.

¹¹² Cfr. Regolamento UE 2017/2402 del 12/12/2017, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=celex:32017R2402>, modificato dal Regolamento UE 2021/557 del 31/3/2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R0557&from=EN> ; EBA, “Report on the European Secured Notes (ESNS)” (July 2018), <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-its-assessment-of-european-secured-notes>;

¹¹³ La cartolarizzazione sintetica implica il trasferimento del rischio dei prestiti attraverso l'acquisto di protezione contro il rischio di credito da parte dell'originator dall'investitore finale (attraverso garanzie finanziarie o derivati CDS), mentre la proprietà delle attività rimane all'originator anziché venire trasferita alla SPV, come nelle operazioni tradizionali. L'acquirente della protezione (*originator*) paga un premio periodico che costituisce il rendimento per l'investitore. Cfr. EBA, “Report on STS Framework for Synthetic Securitization under article 45 of Regulation (EU) 2017/2402” (May 2020), <https://www.eba.europa.eu/eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation> e EBA, “Consultation Paper on the STS Criteria for On-

cartolarizzazioni rientrano anche nella disciplina prudenziale degli intermediari bancari e delle imprese di investimento (CRR, *Capital Requirement Regulation*)¹¹⁴. Le semplificazioni normative intervenute nel 2020-21 sono state introdotte soprattutto al fine di rimuovere gli ostacoli regolamentari alla cartolarizzazione dei crediti deteriorati delle banche (NPL o *Non-Performing Loans*) e di rendere le operazioni più flessibili a fronte delle difficoltà generate dalla pandemia di Covid19. Nell'ambito della Commissione Europea, è in corso un approfondimento sulla possibilità di rivedere ulteriormente la regolamentazione prudenziale applicata alle cartolarizzazioni al fine di sostenerne lo sviluppo¹¹⁵.

A partire dal 2015, gli ABS sono stati il principale strumento attraverso cui le banche italiane sono riuscite a ridurre progressivamente l'incidenza di crediti deteriorati su totale degli attivi, cedendo gli NPL cartolarizzati (con forti sconti sul loro valore nominale) a società specializzate nel recupero crediti (*servicers*)¹¹⁶. L'attività di smobilizzo di questi attivi inesigibili ha quindi generato anche un progressivo sviluppo del mercato secondario degli NPL (in precedenza quasi inesistente), a cui ha contribuito in misura molto significativa la concessione di garanzie sugli ABS da parte del Governo italiano (GACS ovvero *Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*)¹¹⁷.

4.2 GREEN SECURITIZATION

Le cartolarizzazioni “green” hanno le medesime caratteristiche tecniche di quelle ordinarie con la sola differenza che l'*originator* (banca cedente) e/o la SPV emittente utilizzano le risorse raccolte attraverso l'emissione di ABS per finanziare attività e progetti “verdi”. Anche con riferimento a covered bonds e *asset-backed securities* la

Balance-Sheet Securitization under Article 26a(2) of Regulation (EU) 2017/2402” (April 2023), <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/guidelines-sts-criteria-balance-sheet-securitisations>

¹¹⁴ Cfr. Regolamento UE 2013/575 del 26/6/2013, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02013R0575-20200627&qid=1602585493809&from=IT>; EBA, “Securitization and Covered Bonds under CRD/CRR”, <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds>.

¹¹⁵ ESA “Joint Advice to the EU Commission on the Review of the Securitization Prudential Framework” (December 2022), <https://www.eba.europa.eu/esas-publish-joint-advice-eu-commission-review-securitisation-prudential-framework>

¹¹⁶ G.Siani, “L'evoluzione del mercato del credito e le priorità della Vigilanza”, Banca d'Italia, intervento al Convegno del IL Sole 24 Ore “UTP&NPL, Summit 2023” (20/6/2023)

¹¹⁷ Le GACS sono state introdotte nel Febbraio 2016 e successivamente prorogate prima nel maggio 2019 e poi nel giugno 2021. Le GACS sono garanzie statali sul rimborso delle *tranche senior* degli ABS rappresentativi degli NPL cartolarizzati. La garanzia statale, riducendo l'esposizione al rischio di credito dell'investitore, ha l'effetto di allargare la platea dei potenziali sottoscrittori e di abbassarne la remunerazione richiesta (e quindi il costo per l'emittente). Cfr. KPMG, “GACS Securitization Deals in the Italian NPL Space” (March 2021).

qualifica “verde” rinvia a una rigorosa definizione del perimetro delle attività che possono essere considerate *green* (e alle modalità della loro certificazione).

Tab. 4.1 – Tipologie di attività *green* cartolarizzabili. Fonte: EBA, “Developing a Framework for Sustainable Securitization” (June 2022) p.16

ABS type	Typical examples of sustainable underlying loans and/or use of proceeds
RMBS	Loans to (re)finance energy-efficient houses and/ or to improve home energy consumption
Auto ABS	Loans and leases to (re)finance electric or hybrid vehicles or vehicles meeting low emission standards
SME ABS	Loans to (re)finance small business sustainable projects such as organic foods, products made from recycled materials or innovative technology which improves energy efficiency
Corporate ABS	Loans to finance infrastructure projects such as the installation of wind power stations, water and waste management projects; low-emission public transport, electric vehicle charging stations and other energy-efficient projects
CMBS mortgages	Loans to finance the acquisition or improvement of social or student housing, hospitals, community or educational centres; commercial rooftop solar energy loans
ABCP	(Re)financing trade receivables generated by companies which are transitioning to more sustainable business models such as auto manufacturers, manufacturers of household equipment or non-toxic cleaning products
CLO	CLO managers apply ‘negative screening criteria’ to exclude companies that derive a portion of their revenue from certain activities that are considered to be non-sustainable, such as the extraction of oil, gas & coal

È utile distinguere tra due diverse modalità di utilizzo “verde” dei proventi derivanti dalla cartolarizzazione.

1. la prima è quella in cui i sottostanti dei CB e degli ABS sono allocati dall'*originator* ad *assets* e/o progetti “*green*” (*Green Loans, Sustainability Linked Loans, Energy Efficient Mortgages* ecc.). Sono destinati ad attività *green* anche i proventi delle emissioni, ossia le risorse raccolte attraverso la cartolarizzazione non possono essere riallocate ad attività “*non-green*”;
2. la seconda è quella in cui i sottostanti cartolarizzati non sono invece “*green*” (o sono un *mix* di *green* e “*non-green*”), ma i proventi derivanti dalla loro cartolarizzazione sono reinvestiti in attività e progetti “*green*”.

La prima modalità è funzionale alla mobilitazione di nuove risorse verso utilizzi sostenibili, la seconda consente di riallocare verso attività/progetti “*green*” risorse originariamente investite in attività che non lo sono. Questa seconda modalità è potenzialmente interessante al fine di mobilitare e reindirizzare ad attività sostenibili parte dello *stock* di risorse finanziarie esistenti congelate in finanziamenti a lungo termine *non green*., Questo può avvenire, ad esempio, attraverso l’emissione di titoli cartolarizzati collegati a mutui ordinari in essere: le banche potrebbero “liberare” i propri bilanci da attività impegnate a lungo termine e reperire risorse a basso costo per

finanziare nuove linee di credito sostenibili (*Green Loans, Sustainability Linked Loans, Energy Efficient Mortgages* ecc.).

La sostituzione di attività *brown* (che verrebbero cedute al mercato o a *servicer* specializzati) con attività *green* nei bilanci bancari, è talvolta visto come un effetto indesiderabile di “selezione avversa”. In alternativa, potrebbe essere considerato un deliberato strumento di *policy* (analogo nelle finalità a quello adottato sui NPL) finalizzato a ridurre l'esposizione bancaria ai rischi climatici (fisici e di transizione) e a gestire nel tempo le perdite su potenziali *stranded assets*. Anche accettando una prospettiva di questo tipo, la possibilità di sostituzione di attività *brown* con attività *green* nei bilanci bancari espone comunque a un problema di “selezione avversa” (*adverse green selection of assets*), nella misura in cui non si limita alla cartolarizzazione di attività preesistenti, ma incentiva le banche *originator* ad investire in nuove attività ambientalmente dannose al fine di cartolarizzarle come “*green*” per beneficiare di eventuali differenziali di prezzo favorevoli. Gestire questo tema a livello regolamentare appare di particolare rilevanza soprattutto nell'ipotesi di estendere alle cartolarizzazioni *green* i benefici delle garanzie statali adottate per gli NPL con i GACS.

4.2.1 L'OPPORTUNITÀ DI ESTENDERE LA GARANZIA STATALE SUGLI ABS GREEN

L'attivazione di una garanzia statale condizionale alla destinazione *green* dei proventi dei titoli cartolarizzati (applicando a crediti *in bonis* il modello sperimentato con i GACS sui NPL) potrebbe favorire lo sviluppo del mercato (primario e secondario) delle cartolarizzazioni *green*¹¹⁸, incentivando le banche a finanziare a basso costo nuove linee di credito sostenibili (GL, SLL; EEM ecc.) e/o a smobilizzare parte dei portafogli di prestiti *non-green* per reindirizzarne i proventi al finanziamento di attività/progetti sostenibili¹¹⁹. La garanzia statale, oltre a ridurre il *risk premium* richiesto dagli investitori sui titoli cartolarizzati, consentirebbe anche un loro contestuale collocamento in classi di *rating* più elevate e compatibili con i limiti di esposizione al rischio di credito (*rating* minimi) posti dalla normativa prudenziale, dagli statuti e dalle *policy* di investimento di molti investitori istituzionali.

¹¹⁸ La garanzia statale potrebbe esercitare un ruolo importante soprattutto con riferimento agli ABS, sui quali il *rating* della banca cedente (*originator*) è, diversamente dai CB, influente sulla valutazione di rischio del titolo emesso dalla SPV.

¹¹⁹ Un impatto analogo potrebbe avere la standardizzazione di contratti derivati *Debt Climate Swaps* (DCS), con i quali linee di finanziamento in essere possono essere estese o rinnovate dalle banche, sotto condizione di una destinazione d'uso dei finanziamenti a investimenti di decarbonizzazione e/o adattamento.

4.2.2 L'APPLICAZIONE DEI EUGBS ALLE CARTOLARIZZAZIONI

Per denotare come *green* le emissioni derivanti da cartolarizzazioni non è tuttavia sufficiente applicare la normativa dello *European Green Bond Standard* (EUGBS). L'*European Banking Authority* (EBA) ha prodotto nel 2022 un *report* sulle cartolarizzazioni sostenibili con una valutazione dell'eventuale estensione ai titoli cartolarizzati dell'EUGBS, rilevando alcune difficoltà di applicazione e formulando raccomandazioni specifiche¹²⁰.

In primo luogo, la regolamentazione EUGBS non può essere applicata alle cartolarizzazioni "sintetiche", in quanto queste ultime non sono rappresentate da effettive emissioni di titoli, ma sono sostanzialmente strumenti di protezione attraverso derivati creditizi.

In secondo luogo, nella proposta della Commissione Europea, i requisiti EUGBS si applicano all'emittente dei titoli: ciò implica che nel caso di titoli cartolarizzati essi si debbano applicare al livello della SPV e non della banca cedente (*originator*). In tal caso, le cartolarizzazioni rientrerebbero nei requisiti EUGBS solo se gli *asset* sottostanti ceduti alla SPV fossero al 100% allineati alla Tassonomia europea. Tuttavia, l'applicazione dei requisiti EUGBS alla sola SPV non impedirebbe alla banca cedente di reinvestire i proventi della cartolarizzazione in nuove attività *non-green*. D'altro canto, vietare alla banca *originator* di utilizzare i proventi della cartolarizzazione per nuovi investimenti tradirebbe lo spirito del EUGBS di favorire il finanziamento di ulteriori iniziative *green*¹²¹.

Secondo le raccomandazioni dell'*European Banking Authority* (EBA), l'applicazione del EUGBS ai titoli cartolarizzati non dovrebbe quindi essere applicata al livello della SPV, ma a livello di *originator*.

Lo spostamento dei requisiti di utilizzo dei proventi sulla banca *originator* non avrebbe controindicazioni di natura legale¹²², posto che quest'ultimo: (a) sia obbligato dalla normativa a investire integralmente i proventi delle cartolarizzazioni in attività/progetti

¹²⁰ EBA Report, "Developing a framework for sustainable securitisation" (June 2022), [EBA report on sustainable securitisation.pdf \(europa.eu\)](#).

¹²¹ Un'ulteriore controindicazione all'applicazione del EUGBS alla sola SPV è che si creerebbe una difformità di trattamento ai danni di tutte le strutture emissive che transitano per una SPV rispetto a quelle che emettono direttamente titoli cartolarizzati.

¹²² Negli ABS la cartolarizzazione è direttamente collegata (*matched*) alla *performance* degli *asset* sottostanti che viene interamente traslata sull'investitore finale. Secondo la normativa delle cartolarizzazioni (Regulation UE. 2017/2402 art.7), SPV e banca *originator* sono entrambi responsabili della trasparenza e della *disclosure*: pur essendo la SPV un puro veicolo societario e tutte le informazioni e i dati sugli *asset* ceduti in possesso della banca *originator*, la trasparenza informativa all'investitore finale è quindi comunque garantita.

coerenti con la Tassonomia europea; (b) sia esposto a controlli e a sanzioni per il mancato adempimento di tale obbligo; (c) sia tenuto a obblighi aggiuntivi di *disclosure* sulla natura delle proprie attività complessive¹²³.

Sotto il profilo degli impatti, questa innovazione regolamentare degli EUGBS applicati ai titoli cartolarizzati avrebbe molteplici conseguenze desiderabili:

- allargherebbe il campo di applicazione del EUGBS anche a cartolarizzazioni che non sono direttamente *backed* da un portafoglio di attività “verdi”;
- garantirebbe che l'*originator* utilizzi i proventi delle cartolarizzazioni per finanziare progetti e attività *green*, in coerenza con la Tassonomia europea;
- manterrebbe omogeneità di trattamento tra titoli *green* derivanti da cartolarizzazioni ed emissioni di titoli non “securitizzati”, facilitando la comparabilità tra gli strumenti e l'accessibilità all'investimento per diverse categorie di investitori.

Lo spostamento del *focus* dalla natura *green* delle attività sottostanti cartolarizzate all'utilizzo dei proventi che può farne l'*originator* determina un allargamento del perimetro di applicazione del EUGBS che favorirebbe lo sviluppo del mercato, sia consentendo alle banche *originator* di liberare risorse in essere precedentemente indirizzate ad attività *non-green* per finanziarne di nuove *green*, sia attivando un processo per cui le nuove attività *green* finanziate possono esse stesse costituire successivamente il *collateral* per ulteriori finanziamenti sostenibili.

4.3 IL MERCATO EUROPEO DELLE CARTOLARIZZAZIONI “GREEN”

Il mercato delle cartolarizzazioni “verdi” è in Europa ancora in una fase embrionale, a differenza di altre aree come gli Stati Uniti e la Cina dove è già molto sviluppato¹²⁴. In Europa (Regno Unito incluso) le cartolarizzazioni classificate come “sostenibili”

¹²³ Gli obblighi aggiuntivi di *disclosure* a carico dell'*originator* sono necessari soprattutto per dare conto agli investitori finali dei rischi di potenziale “*adverse green selection*”. Le banche *originator* sono comunque già obbligate dalla normativa applicativa della *Capital Requirement Regulation* (CRR) a rendere pubblici alcuni indicatori ESG della propria attività e si tratta di prevedere che i medesimi *standards* siano pubblicati anche nel *factsheet* EUGBS dei titoli cartolarizzati. L'EBA raccomanda una modifica della *Securitisation Regulation* al fine di estendere gli indicatori volontari riguardanti le informazioni sull'atteggiamento dell'intermediario nei confronti degli impatti negativi sulla sostenibilità (noti come *principal adverse sustainability impact* - PAI) alle cartolarizzazioni non qualificate come “STS” (*Simple, Transparent and Standardised*). Cfr. EBA, “*Implementing Technical Standards on Prudential Disclosure on ESG Risk in accordance with Art. 449c CRR. Final Draft*” (January 24,2022): https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2022/1026171/EBA%20draft%20ITS%20on%20Pillar%203%20disclosures%20on%20ESG%20risks.pdf

¹²⁴ EBA (2022), cit.

ammontavano a meno di 10 mld di euro¹²⁵ contro i 115 mld di dollari degli Stati Uniti alla fine del primo trimestre del 2021. Inoltre, nel vecchio continente le cartolarizzazioni “sostenibili” sono ancora solo l’1% delle emissioni complessive di titoli obbligazionari ESG, mentre negli USA le cartolarizzazioni *green* rappresentano metà dell’intero mercato obbligazionario *green*¹²⁶. In Cina il mercato delle cartolarizzazioni *green* rappresenta l’11% delle emissioni *green* complessive¹²⁷.

Secondo l’analisi dell’EBA, in Europa gli ostacoli principali allo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni è dovuto in primo luogo all’esiguità di attività/progetti *green* utilizzabili come collaterale. L’espansione del mercato di titoli “securitizzati” è una conseguenza dello sviluppo di progetti e di investimenti su vasta scala finalizzati alla transizione energetica ed ecologica. Politiche orientate a favorire e ad incentivare questi ultimi è quindi una priorità necessaria. In questa logica, la creazione di un contesto normativo stabilizzato e di un ambiente finanziario proattivo appaiono condizioni accessorie indispensabili [cfr. **Appendice IV**].

5 VEICOLI DI INVESTIMENTO GESTITI A SOSTEGNO DELL’ECONOMIA REALE E DELLE PMI

La normativa europea e nazionale regola e in alcuni casi agevola la canalizzazione di risorse finanziarie di investitori istituzionali e privati a sostegno diretto degli investimenti reali delle imprese. In particolare, questo riguarda imprese che in ragione della loro ridotta dimensione o della loro natura di *start-up* innovative non hanno accesso diretto al mercato dei capitali. La normativa orienta specificamente in questo senso i veicoli dedicati al *venture capital* (EuVECA), quelli dedicati al sostegno di imprenditoria sociale (EuSEF), quelli dedicati al sostegno delle PMI (ELTIF e PIR).

¹²⁵ Le cartolarizzazioni “verdi” europee sono quasi esclusivamente nella forma di *covered bonds* e collegate al mercato dei mutui finalizzati all’efficientamento energetico degli edifici (*Energy Efficient Mortgages*).

¹²⁶ La rilevanza del mercato degli MBS *green* deriva dall’importanza ricoperta dall’operatività delle agenzie pubbliche che operano nel mercato immobiliare, Freddie Mac e Fannie Mae. Quest’ultima in particolare rappresenta per il 39% delle emissioni obbligazionarie *green* americane. Un’iniziativa particolarmente significativa nel campo immobiliare USA è *Renovate America*, che è l’istituto finanziario collegato a PACE (*Property Assessed Clean Energy*) il quale emette ABS *green* i cui proventi vengono investiti in progetti di efficientamento energetico, energia rinnovabile, di protezione delle acque, nell’ambito del programma HERO (Home Energy Renovation Opportunity). Cfr. EBA, cit. p. 21

¹²⁷ In Cina sono classificati come *green* gli ABS: (a) nei quali almeno il 70% dei flussi di cassa provengono da attività *green*; (b) almeno il 70% dei proventi raccolti è destinato a progetti *green*; (c) più del 50% del fatturato (o più del 30% degli utili) dell’investitore proviene da attività *green*. Cfr. IISD-CBI-FCO, “Roadmap for China. Using Green Securitisation, Tax Incentives and Credit Enhancements to Scale Green Bonds” (2016), <https://www.iisd.org/system/files/publications/greening-securitisation-tax-incentives-credit-enhancements-green-bonds-en.pdf>

Nessuno di questi è espressamente destinato a investimenti ESG, né gode attualmente di specifici benefici in ragione della propria vocazione a investimenti sostenibili. Tuttavia, questi veicoli possono volontariamente vincolare le proprie politiche di investimento nel perseguire obiettivi di sostenibilità, aderendo alle prescrizioni normative in materia dettate dalla regolamentazione europea (SFDR¹²⁸). **In ragione di queste ultime, questi veicoli potrebbero divenire oggetto di incentivazioni fiscali addizionali a vantaggio dei sottoscrittori, per migliorarne il profilo rischio-rendimento e favorirne la diffusione.**

Con la sola eccezione dei PIR, tutti i veicoli che, a vario titolo, sono specializzati nel supporto finanziario delle imprese (cioè fondi di *private equity* e *private debt* ed ELTIF) rientrano nella categoria dei Fondi di Investimento Alternativi (o FIA) regolati dalla Direttiva AIFMD. I FIA, per le loro caratteristiche di rischiosità e illiquidità non sono però accessibili a tutte le categorie di investitori. La normativa vigente¹²⁹ consente infatti l'accesso ai FIA solo a due specifiche categorie di investitori: gli investitori professionali e gli investitori con un patrimonio complessivo di almeno 500mila euro (cioè ai professionali "su richiesta"). Gli investitori *retail* possono investire in "economia reale" solamente attraverso i PIR e gli ELTIF. I PIR non sono soggetti ad alcuna limitazione di accesso, mentre gli ELTIF, pur essendo classificati come FIA, sono regolati da una disciplina specifica che consente la loro commercializzazione anche a sottoscrittori *retail*¹³⁰. Sia i PIR che gli ELTIF godono di importanti esenzioni fiscali (sia sulla tassazione dei rendimenti, sia sulle tasse di successione) le quali sono fruibili dall'investitore solo fino a determinate soglie massime di sottoscrizione¹³¹.

¹²⁸ La SFDR o *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (EU 2019/2088 del 27/11/2019 in vigore in Italia dal marzo 2021), in base a una definizione armonizzata di investimenti sostenibili (cons. 17; art. 2.17), definisce gli obblighi informativi per gli intermediari abilitati nei confronti degli investitori finali con riguardo a: (1) rischi di sostenibilità; (2) impatti avversi sulla sostenibilità; (3) promozione di iniziative ambientali e/o sociali; (4) caratteristiche degli investimenti sostenibili. In accordo con la SFDR, le Autorità di Vigilanza hanno emanato regolamenti attuativi riguardanti gli standard tecnici su contenuti, metodologie e modalità di presentazione (*Regulatory Technical Standards*). La SFDR classifica i prodotti finanziari "sostenibili" in due categorie: (a) i prodotti finanziari (ex-art.8) che promuovono, tra le altre caratteristiche, anche investimenti di sostenibilità ambientale e sociale; (b) i prodotti (ex-art.9) che perseguono esclusivamente investimenti sostenibili, incluso il sottoinsieme specifico della riduzione di GHG.

¹²⁹ D.M. n.30/2015 art.14

¹³⁰ Fino all'entrata in vigore della nuova normativa ELTIF 2.0 ((UE Reg 2023/606 del 20/3/2023) nel gennaio 2024,, l'investimento era accessibile anche agli investitori privati *al dettaglio* purché il taglio minimo della loro sottoscrizione fosse di almeno 10mila euro e l'investimento complessivo in ELTIF non eccedesse il 10% del loro patrimonio totale. Con la nuova normativa anche questi vincoli verranno rimossi al fine di allargare la platea dei potenziali investitori.

¹³¹ Le soglie di esenzione sono di 30 mila euro per anno fino ad un massimo complessivo di 150mila euro per i PIR e 150mila euro per anno fino ad un totale di 1,5 milioni per gli ELTIF)

5.1 FONDI DI PRIVATE DEBT E PRIVATE EQUITY

Nel 2011, la Direttiva AIFMD (*Alternative Investment Funds Directive*¹³²) ha introdotto una disciplina uniforme e omogenea per le varie famiglie di fondi alternativi (detti FIA) che non erano soggetti ai limiti di diversificazione e di frazionamento del rischio richiesti ai fondi comuni ordinari. Nella Direttiva AIFMD sono stati ricondotti molteplici categorie di fondi tra loro anche molto diversi per struttura interna, strategia di investimento e mercati di riferimento (come ad es. *hedge funds*, fondi immobiliari, fondi infrastrutturali ecc.), i quali erano tradizionalmente al di fuori della disciplina delle gestioni collettive, c.d. UCITS (cioè la disciplina dei fondi e delle SICAV aperte ordinarie)¹³³. Tra i FIA rientrano anche diversi strumenti specialistici, presenti sul mercato italiano, che operano sulla finanza d'impresa, come i fondi di *private equity* e di *private debt*, oltre agli ELTIF (*European Long Term Investment Funds*), che sono fondi chiusi specializzati nel finanziamento di imprese non finanziarie piccole e medie.

I fondi di *Private Equity* e di *Private Debt*, sono fondi di tipo chiuso, rispettivamente specializzati nell'acquisizione di partecipazioni azionarie o di strumenti di debito emessi soprattutto da società non quotate, con l'obiettivo di favorirne la valorizzazione nel tempo attraverso la crescita o la ristrutturazione. Questi due tipologie di fondi (indicati talvolta, nel linguaggio corrente, anche con il termine generico di “*private markets*”) sono tipicamente destinati agli investitori professionali (cioè banche, fondi pensione, fondazioni, assicurazioni ecc., che in Italia contano per quasi il 70% delle risorse raccolti da questi fondi). Nel tempo queste tipologie hanno trovato accoglienza anche nei portafogli di investitori privati non-professionali con patrimoni molto elevati (*High Net Wealth Individuals*).

Per agevolare la negoziabilità delle quote di questi fondi sul mercato secondario, Borsa Italiana ha specializzato il segmento Euronext MIV a questi strumenti (ovvero *Market Investment Vehicles*, cioè il segmento dedicato ai veicoli di investimento¹³⁴). Benché la quotazione dei fondi di *private equity* e di *private debt*, consenta di agevolare le condizioni di emissione e di liquidabilità delle quote e di attrarre su questa tipologia di investimenti una platea più ampia di investitori istituzionali (e, ove sia consentito dalla normativa, anche di risparmiatori non-professionali), sul MIV sono attualmente quotati

¹³² Direttiva AIFMD 2011/61/CE

¹³³ L'acronimo UCITS sta per *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*. Con la prima Direttiva UCITS 2009/65/CE e le successive integrazioni (UCITS da II a V) sono stati definite le norme di omologazione e di libera circolazione degli organismi di investimento collettivi (OICVM) nell'ambito dell'Unione Europea.

¹³⁴ Cfr. Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/fondi/chiusi/miv/home.htm>

quasi esclusivamente fondi chiusi immobiliari e un unico fondo riservato di *private equity*¹³⁵.

5.1.1 EUROPEAN VENTURE CAPITAL FUNDS (EUVECA) E EUROPEAN SOCIAL ENTREPRENEURSHIP FUNDS (EUSEF)

Alcune tipologie di fondi di *private equity* sono oggetto di specifica regolamentazione a livello europeo finalizzata a supportare la diffusione transfrontaliera di questi strumenti. I regolamenti europei emanati nel 2013 (e rivisti nel 2017) denominati EuVECA (*European Venture Capital Funds*) ed EUSEF (*European Social Entrepreneurship Funds*),¹³⁶ tendono a uniformare in un unico corpo di regole comuni la composizione dei portafogli, l'organizzazione interna e la trasparenza. L'aderenza a questi regolamenti non è obbligatoria, ma, qualora venga adottata nel regolamento del fondo, essa rappresenta una sorta di "certificazione di qualità" in ragione della quale il fondo è liberamente commercializzabile all'interno dell'UE.

Secondo i regolamenti europei, i fondi di *venture capital* che vogliono esibire la denominazione EuVECA devono investire almeno il 70% del proprio patrimonio per sostenere (attraverso strumenti azionari o quasi-azionari) imprese giovani e innovative. I fondi denominati EUSEF (espressamente finalizzati al sostegno dell'imprenditoria sociale) devono invece investire almeno il 70% del proprio patrimonio in imprese che statutariamente non hanno finalità prevalente di profitto.

Anche l'investimento in queste tipologie non è limitato a investitori professionali, ma è aperto anche a investitori non professionali con patrimoni molto elevati. Per gli investitori non-professionali i regolamenti europei prevedono che la sottoscrizione minima nei fondi EuVECA debba essere di almeno 100mila euro e quella nei fondi EUSEF di almeno 50mila. Queste soglie, si coniugano con la prescrizione vigente in Italia, che consente la sottoscrizione di FIA (categoria a cui appartengono tutti i fondi chiusi di *private equity* e di *private debt*) solo a privati con un patrimonio complessivo superiore a 500mila euro (che, a richiesta, possono essere classificati come professionali).

¹³⁵ Ad aprile 2020 erano quotate solo 15 veicoli: 14 fondi chiusi immobiliari e 1 fondo riservato focalizzato sulle PMI (RAIF: *Reserved Alternative Investment Fund*)

¹³⁶ Regolamento EuVECA n.345/2013 e Regolamento EUSEF n. 346/2013 rivisti e aggiornati nel 2017 (UE Reg. 2017/1991) e integrati nel 2019 (UE Reg.2019/1156), recepiti in Italia con il D.Lgs. n.113 del 2/8/2022.

5.1.2 ELTIF (EUROPEAN LONG-TERM INVESTMENT FUNDS)

Gli ELTIF sono fondi comuni progettati per fornire capitale e credito alle imprese di piccole e medie dimensioni¹³⁷ e sono stati ideati dal legislatore europeo per offrire alle PMI europee non quotate un canale alternativo a quello bancario per i loro fabbisogni di finanziamento a lungo termine. Gli ELTIF non possono investire in *commodities*, opere d'arte, vini di pregio e gioielli, né usare derivati (se non per la semplice copertura dei rischi), ma possono altresì investire in un'ampia gamma di strumenti. Oltre a poter investire in capitale di rischio (cioè azioni e titoli ibridi), in titoli obbligazionari di ogni tipo e in quote di altri ELTIF, EuVECA ed EuSEF, possono anche erogare prestiti diretti alle imprese o addirittura acquistare beni reali (come attrezzature, impianti e immobili strumentali all'attività dell'impresa).

Con il nuovo Regolamento europeo (detto ELTIF 2.0)¹³⁸ che entrerà in vigore nel gennaio 2024, gli ELTIF saranno autorizzati ad investire direttamente in attività reali (immobili e infrastrutture¹³⁹), in *green bonds*¹⁴⁰ e cartolarizzazioni STS. Nelle intenzioni del legislatore europeo, l'impresa deve potersi rivolgere ad un fondo ELTIF sia per aprire il proprio capitale, sia per ottenere credito. Il fondo valuta la bontà dell'investimento e il merito di credito dell'impresa richiedente -esattamente come farebbe una banca- con la differenza che l'ELTIF impegna il capitale degli investitori che partecipano al fondo, mentre la banca si assume il rischio in proprio.

Per gli ELTIF è in fase di preparazione a livello europeo una proposta legislativa riguardante la creazione di una denominazione specifica e facoltativa di ELTIF "verde" (ovvero commercializzato come ecosostenibile)¹⁴¹.

¹³⁷ Regolamento UE 2015/760 del 29/4/2015; recepiti in Italia con il D.L. 34/2019 conv. In L.58/2019

¹³⁸ Regolamento UE 2030/606 del 20/3/2023

¹³⁹ Immobili; infrastrutture di comunicazione, ambientali, energetiche o di trasporto; infrastrutture sociali ((tra cui case di riposo e ospedali); infrastrutture nel settore dell'istruzione, sanitario, e di assistenza sociale o industriali. Gli investimenti ammissibili in attività reali includono diritti di utilizzo delle acque, diritti sulle risorse forestali, , diritti di superficie e diritti minerari (al fine di consentire la realizzazione di strategie di investimento in ambiti in cui gli investimenti diretti in attività reali sono impossibili o antieconomici).

¹⁴⁰ Purchè le risorse raccolte con *green bonds* siano destinate a finanziare progetti a lungo termine e rispettino i requisiti di ammissibilità degli investimenti del precedente Regolamento UE 2015/760.

¹⁴¹ Secondo l'art.37bis del Regolamento UE 2023/606, la Commissione Europea dovrà (entro il gennaio 2026) presentare una proposta di legge che chiarisca se la denominazione di ELTIF "verde" sia riservata solo ai fondi che abbiano come obiettivo investimenti sostenibili come previsto dall'art.9 del Regolamento SFDR (UE Reg. 2019/2088) ovvero anche ai fondi che investono una parte significativa delle loro attività ammissibili (ex-art.8 SFDR) e come debba essere definita tale significatività.

5.2 PIANI DI INVESTIMENTO DEL RISPARMIO (PIR)

Diversamente dai veicoli di investimento illustrati nel paragrafo precedente, che sono fondi chiusi destinati prevalentemente agli investitori istituzionali (banche, fondi pensione, assicurazioni ecc.), i PIR (Piani di Investimento del Risparmio) sono soprattutto strumenti destinati agli investitori privati *retail*.

I PIR sono stati introdotti nell'ordinamento italiano nel 2017¹⁴² con l'esplicito obiettivo di canalizzare verso le PMI una parte del risparmio privato e godevano, a questo fine, di una serie di significativi vantaggi fiscali. A rigore, il PIR non è uno specifico strumento finanziario in sé, ma un "contenitore fiscale" intestato a una persona fisica residente (anche non maggiorenne), che può assumere non solo la forma tecnica di un OICR (fondo comune d'investimento o SICAV), ma anche la forma di una gestione patrimoniale, di un deposito amministrato o di un contratto assicurativo. Tuttavia, la massima diffusione dei PIR si è realizzata nella forma di fondi comuni e SICAV, in quanto i PIR originari riguardavano fondi comuni di tipo aperto per i quali i proventi degli investimenti (guadagni in c/capitale e interessi) erano esenti da tassazione e la cui detenzione da parte dei risparmiatori non era soggetta ad alcuna imposta di successione.

A causa di alcune innovazioni normative introdotte a fine 2018¹⁴³, il mercato dei PIR, che fino ad allora aveva mostrato una crescita molto promettente, si è quasi completamente spento nel 2019, per riaccendersi solo un anno dopo per effetto della revisione di quelle normative. Con il D.L. 124 del novembre 2019 le particolari restrizioni sugli investimenti che avevano, di fatto, congelato il mercato dei PIR, vengono abbandonate e viene sostanzialmente ripristinata la logica che aveva caratterizzato i primissimi PIR del 2017-18.

¹⁴² Legge di Bilancio 2017 (L. 232/2016)

¹⁴³ Rispetto a prima, nei PIR cosiddetti 2.0, rimaneva invariato l'obbligo di investire il 70% del proprio attivo in imprese residenti, ma, di quel 70%, oltre che destinarne, come prima, il 30% a titoli non inclusi nell'indice di Borsa FTSE MIB, i PIR avrebbero dovuto investire almeno un 3,5% (cioè il 5% del 70%) in titoli di PMI italiane scambiati sui c.d. MTF (*Multilateral Trading Facilities*) e almeno un altro 3,5% (anche in questo caso il 5% del 70%) in quote di fondi di Venture Capital. In queste modifiche è del tutto evidente l'intenzione del Legislatore di rafforzare l'orientamento dei PIR verso le PMI e anche, nel contempo, verso *start-up* innovative (cfr. L. 145/2018 e successivi decreto attuativo D.L. 105/7.5.2019). Gli MTF sono infatti piattaforme di negoziazione che tipicamente accolgono titoli emessi da imprese medio-piccole (come sono, in Italia, l'EuroNext Growth di Borsa Italiana per i titoli azionari e l'**ExtraMOT** per le obbligazioni); i fondi di Venture Capital, invece, hanno tipicamente la funzione di supportare lo sviluppo di imprese innovative che, in quanto di nuova costituzione, non hanno facile accesso ad altre forme di finanziamento. Tuttavia, il mercato EuroNext Growth (ex-AIM) di Borsa Italiana era (ed ancora è) un mercato di dimensioni troppo modeste e i fondi di Venture Capital non solo erano (e ancora sono) pochi e troppo piccoli, ma soprattutto tecnicamente inadatti a garantire la liquidità, la flessibilità e la trasparenza necessarie all'operatività di fondi aperti come i PIR.

Nei PIR attuali (denominati comunemente PIR 3.0), tutti i benefici fiscali previsti per le precedenti versioni rimangono invariati e, a fine 2020 addirittura rafforzati¹⁴⁴. Rimane invariata l'esenzione fiscale dei proventi degli investimenti del fondo e l'esenzione dalle tasse di successione, purché il fondo sia detenuto per almeno 5 anni e gli investimenti rispettino determinati vincoli. Sui vincoli agli investimenti si torna alla logica originaria: viene del tutto abolito l'obbligo di investire il 3,5% dell'attivo in quote di fondi di *Venture Capital* e viene ripristinata l'indicazione di investimento di almeno il 21% (cioè il 30% del 70% del totale attivo) in titoli non inclusi negli indici ufficiali.

Tuttavia, il riferimento agli indici (a cui i titoli investibili non devono appartenere) è leggermente più articolato che nella prima versione¹⁴⁵, con l'obiettivo di focalizzare ancora di più una parte degli investimenti dei nuovi PIR su imprese piccole e piccolissime (sia quotate sia non quotate), che sono escluse anche dall'indice delle imprese medie¹⁴⁶. Il vincolo imposto ai nuovi PIR 3.0 obbliga infatti di destinare almeno il 17,5% dell'intero portafoglio ad imprese medie (cioè con capitalizzazione inferiore ad 1 mld) e almeno il 3,5% a imprese piccole (cioè quelle con capitalizzazione inferiore a 40 mln), includendo in queste porzioni di portafoglio, non solo imprese quotate (ad es. all'AIM), ma anche e soprattutto imprese non quotate.

¹⁴⁴ Legge di Bilancio 2021

¹⁴⁵ Analogamente ai primissimi PIR, anche i nuovi PIR 3.0 devono infatti investire almeno il 70% del proprio attivo in strumenti finanziari emessi da imprese residenti. Di questo 70%, solo il 25%, anziché il 30% (quindi il 17,5% del totale anziché il 21%) deve essere investito in titoli esclusi dall'indice principale FTSE MIB. Il residuo 5% del 70% (cioè il 3,5% del totale) deve invece essere investito in titoli esclusi non solo dal FTSE MIB (come in precedenza), ma anche dall'indice FTSE MIB Mid Cap (cioè dall'indice delle imprese di medie dimensioni).

¹⁴⁶ Per comprendere il senso di questa indicazione bisogna tenere presente che il primo indice (il FTSE MIB) comprende i primi 40 titoli più grandi e liquidi quotati su Borsa Italiana (tipicamente con capitalizzazione superiore a 1 mld di euro), mentre il secondo indice (il FTSE Mid-Cap) comprende i successivi 60 titoli, cioè quelli la cui capitalizzazione è invece inferiore a quella del più piccolo dei titoli inclusi nell'indice principale FTSE MIB e che quindi si collocano tra i 40 mln e 1 mld di euro di capitalizzazione).

Box 5.1 – Differenze tra ELTIF e PIR

Benché il Regolamento europeo originario risalga al 2015, gli ELTIF sono stati recepiti nella legislazione italiana solo nel 2019 e si sono quindi sovrapposti ai PIR, che erano già in circolazione dall'anno precedente. Per alcuni versi, gli ELTIF assomigliano ai fondi PIR, ma hanno anche alcune importanti differenze, che ne qualificano l'adeguatezza per categorie molto diverse di investitori.

A differenza dei PIR, che possono essere fondi di tipo aperto, gli ELTIF sono fondi chiusi e appartengono alla categoria dei fondi alternativi (chiamati FIA nel linguaggio delle normative europee¹⁴⁷). In quanto fondi chiusi (che a differenza dei fondi aperti emettono un numero predeterminato e fisso di quote), gli ELTIF sono sottoposti a vincoli dimensionali: ciascun ELTIF può infatti raccogliere al massimo non più di 200 mln di euro all'anno e, complessivamente, non può raccogliere nel tempo più di 600 mln totali. I PIR (nella forma di fondi aperti) non hanno invece limiti dimensionali di alcun tipo. Inoltre,

Come i PIR, gli ELTIF sono finalizzati al finanziamento di progetti illiquidi e con orizzonte lungo (che nel caso degli ELTIF è mediamente di 7-10 anni e per i PIR, invece, solo di 5). Inoltre, devono investire almeno il 70% del loro patrimonio in imprese non-finanziarie residenti nell'UE e in paesi extra-UE¹⁴⁸ che rispondano a precisi requisiti: vale a dire: (1) che non siano quotate e (2) che abbiano una capitalizzazione inferiore ai 1,5 miliardi di euro¹⁴⁹.

Diversamente dai PIR, gli ELTIF possono fare ricorso alla leva finanziaria fino al 100% per i fondi riservati a investitori professionali e al 50% per fondi commercializzabili al dettaglio¹⁵⁰. È tuttavia sui limiti posti ai benefici fiscali che si evidenziano le principali differenze tra PIR ed ELTIF e che più ne caratterizzano la destinazione a diversi segmenti di investitori, in particolare i risparmiatori. Nell'aprile 2019¹⁵¹, è stato esteso agli ELTIF il medesimo trattamento fiscale di favore precedentemente concesso ai PIR (cioè l'esenzione da ogni imposta sui proventi degli investimenti e da tasse di successione). Nel caso dei PIR, però, i risparmiatori possono godere dei benefici fiscali sui proventi dell'investimento e sulle tasse di successione solo per investimenti non superiori a 30mila euro all'anno e fino ad un ammontare totale cumulativo pluriennale di 150mila euro. Nel caso degli ELTIF queste soglie massime sono invece molto più elevate: per gli ELTIF i benefici fiscali sono infatti riconosciuti fino a una sottoscrizione massima di quote di uno o più ELTIF (anche diversi) di 150mila euro per anno (anziché 30mila) e fino ad un totale pluriennale cumulato dieci volte superiore: 1,5 milioni (anziché 150mila). Gli ELTIF, pur condividendo con i PIR finalità e agevolazioni fiscali a favore del finanziamento di PMI residenti, appaiono quindi prevalentemente destinati a investitori finali di fascia elevata (Istituzionali, PB e HNWI),

¹⁴⁷ La categoria dei FIA (Fondi d'Investimento Alternativi) riguarda l'insieme dei fondi "non-UCITS" ed è stata regolamentata dalla Direttiva 2011/61/EU AIFMD (*Alternative Investment Funds Directive*)

¹⁴⁸ Gli ELTIF saranno autorizzati a investire anche in attività/progetti localizzati anche in paesi extra UE solo con l'entrata in vigore, nel gennaio 2024, del nuovo Regolamento ELTIF 2.0 (UE Reg 2023/606).

¹⁴⁹ La soglia di capitalizzazione verrà portata da 500 mln a 1,5 mld con il nuovo Regolamento ELTIF 2.0 (UE Reg 2023/606).

¹⁵⁰ Anche le soglie di leva verranno innalzate con l'entrata in vigore del Regolamento ELTIF 2.0 (UE Reg 2023/606) nel gennaio 2024. Attualmente la leva massima non può superare il 30%.

¹⁵¹ Decreto "crescita" del 30/4/2019 (D.L. 34/2019 art.36bis conv. in L.58/2019)

anche se le innovazioni regolamentari più recenti tendono a favorire l'accesso di una platea di investitori più ampia¹⁵². I PIR mantengono invece la caratteristica di strumenti prevalentemente orientati al mercato *retail*.

Tabella 5.1 – Confronto ELTIF e PIR

	ELTIF (Decreto Crescita 2019 art.36 bis)	PIR 3.0
Agevolazioni fiscali	NON soggetti a imposizione (purché detenuti ≥ 5 anni): • Redditi da capitale • Redditi diversi • Imposte di successione	idem
Limiti	Per il risparmiatore Investimento max • ≤ 150k € p.a. • ≤ 1,5 mn complessivo (incluse quote di ELTIF diversi)	Investimento max • ≤ 30k € p.a. • ≤ 150k complessivo
	Per il gestore ≥ 70% dell'attivo in strumenti emessi da imprese <u>non finanziarie</u> Patrimonio raccolto dallo <u>stesso gestore</u> • ≤ 200 mn € p.a. • ≤ 600 mn complessivi	≥ 70% dell'attivo in strumenti emessi da imprese residenti di cui: • ≥ 30% dell'attivo del PIR investito in strumenti emessi da imprese DIVERSE da quelle comprese nel FTSE MIB e MIDCap (o equivalenti)

6 STRUMENTI DERIVATI

Gli strumenti derivati sono contratti che definiscono impegni a realizzare transazioni future tra le parti senza un immediato esborso monetario. I derivati basati su sottostanti ESG (tipicamente *futures* e opzioni *index-based*; *swaps* o CDS) sono una delle componenti più dinamiche sui mercati finanziari internazionali. In questa categoria ricadono sia i derivati ordinari, che vengono utilizzati nell'ambito di operazioni ESG con finalità di gestione dei rischi finanziari generali¹⁵³, sia derivati ESG “in senso stretto”, cioè

¹⁵² Il nuovo Regolamento ELTIF 2.0 (UE Reg 2023/606) prevede infatti sia l'eliminazione del taglio minimo di sottoscrizione degli ELTIF a 10mila euro, sia del fatto che a tutti gli investitori il cui patrimonio complessivo è inferiore ai 500mila euro sia impedito dalla normativa di detenere in quote ELTIF più del 10% del loro portafoglio totale. Ovviamente, essendo strumenti collocabili anche presso il pubblico dei risparmiatori privati, gli ELTIF sono soggetti ai presidi di garanzia dell'investitore prescritti dalla Direttiva MIFID 2 e dalla Direttiva “Prospetti”.

¹⁵³ Si tratta generalmente di derivati convenzionali, come *Interest Rate Swaps* (IRS) utilizzati per coprire il rischio di tasso oppure *Credit Default Swaps* (CDS), utilizzati per ridurre l'esposizione al rischio di credito su emissioni di green bonds.

strumenti finalizzati al trasferimento e alla *price discovery* dei rischi specificamente correlati alla sostenibilità¹⁵⁴.

In questa sede consideriamo *ESG derivatives* solo questa seconda tipologia, la quale può giocare un ruolo decisivo non solo nella gestione dei rischi climatici, ma anche nel processo di riorientamento dei flussi finanziari verso investimenti sostenibili¹⁵⁵. I derivati di questo tipo possono infatti associarsi a qualunque tipo di finanziamento tradizionale (emissioni obbligazionarie e/o crediti), modificandone il profilo di rendimento in funzione del raggiungimento di specifici obiettivi di sostenibilità. In altri termini, gli *ESG derivatives* sono un “accessorio” molto flessibile e non oneroso che agisce direttamente sugli incentivi dei debitori e/o dei finanziatori senza richiedere alcuna modifica della struttura tecnico-normativa degli strumenti sottostanti. L'uso dei derivati agisce cioè come un *overlay* che consente di riorientare alla sostenibilità anche finanziamenti già in essere senza richiederne lo smobilizzo e la sostituzione con strumenti *green*.

Seguendo la classificazione di ISDA, nella categoria degli *ESG derivatives* si possono distinguere diverse tipologie di contratti¹⁵⁶:

- Sustainability-linked derivatives
- ESG-related Credit Derivatives
- ESG-related Exchange Traded Derivatives
- Emission Trading Derivatives
- Renewable Energy Certificates
- Debt Climate Swaps

6.1 SUSTAINABILITY-LINKED DERIVATIVES (SLD)

È una categoria di derivati che assume di solito la forma di un contratto *swap* tradizionale (*Interest Rate Swap* o *Currency Swap*), ma in cui è prevista la modifica dei *cash-flows* scambiati nel corso del contratto tra le controparti in funzione del

¹⁵⁴ CEPS-ECMI, K.Lannoo, A. Thomadakis, “*Derivatives in Sustainable Finance. Enabling the Risk Transition*” (2020), <https://www.ceps.eu/ceps-publications/derivatives-in-sustainable-finance/>

¹⁵⁵ Gli investimenti sostenibili rappresentano una frazione limitata del mercato dei capitali (obbligazionario e azionario), mentre gli investitori istituzionali hanno tipicamente necessità di ampia diversificazione dei propri portafogli finanziari che non trova capienza adeguata nella quantità di titoli disponibili sul mercato. In quest'ambito il rischio di credito connesso a *rating* ESG è andato acquisendo sempre maggiore importanza, restringendo ulteriormente l'universo investibile.

¹⁵⁶ ISDA, “*Overview of ESG-related Derivatives Products and Transactions*” (January 2021), <https://www.isda.org/2021/01/11/overview-of-esg-related-derivatives-products-and-transactions/>

raggiungimento di predeterminati obiettivi di sostenibilità (identificati in termini di specifici KPIs ¹⁵⁷).

La modifica dei *cash-flows* operata dai SLD può essere declinata in modalità molto differenti. Il raggiungimento di un KPI può determinare l'aumento o la diminuzione dei pagamenti, la retrocessione o il pagamento di una commissione, il versamento di un margine o il pagamento di uno *spread*, oppure un contributo monetario ad una istituzione filantropica¹⁵⁸. Anche i KPIs possono assumere molteplici forme e applicarsi a una delle controparti (al debitore oppure al creditore) o a entrambe. Diversamente da altri strumenti collegati all'utilizzo ESG dei proventi, nei SLD l'uso dei proventi non è generalmente condizionale ed è solo l'entità dei *cash-flows* che viene collegata al raggiungimento dei KPIs. I SLD non sono strumenti negoziabili su mercati regolamentati, ma sono contratti bilaterali OTC e, data la loro elevata flessibilità e personalizzazione, possono essere associati a qualunque transazione finanziaria tradizionale, contribuendo a trasformare queste ultime in finanza sostenibile¹⁵⁹.

¹⁵⁷ Come per i SLB e i SLL, anche per i SLD la selezione e il monitoraggio dei KPIs rappresentano fattori critici per l'efficacia e l'integrità legale dello strumento. Secondo le guidelines ISDA i KPIs devono essere: (1) specifici, devono cioè essere chiaramente e precisamente identificati dalle controparti e devono essere chiaramente individuate le conseguenze del loro mancato raggiungimento; (2) misurabili e raggiungibili dalle controparti (nel contenuto, nelle metriche e nei tempi di rilevazione); (3) verificabili e certificati da terze parti indipendenti; (4) Trasparenti, devono cioè essere corredati da un processo di informazione disponibile a tutte le parti interessate; (5) appropriati (*suitable*), devono cioè essere coerenti con la struttura e le finalità delle controparti. Cfr. ISDA, "Sustainability-Linked Derivatives: KPI Guidelines" (September 2021), <https://www.isda.org/2021/09/07/sustainability-linked-derivatives-kpi-guidelines/>

¹⁵⁸ Un esempio è il SLD strutturato dall'impresa immobiliare Hysan Development che prevede, in caso di non raggiungimento di entrambi i propri obiettivi di sostenibilità (rimanere selezionato nel *Hang Seng Corporate Sustainability Benchmark*, che include il top 20% in termini di performance ESG tra le società quotate di Hong Kong e ridurre i propri consumi energetici del 20% entro il 2024), di contribuire al finanziamento di un'istituzione filantropica selezionata dalla controparte (BNP Paribas). cfr. ISDA, "Overview" (January 2021), cit.

¹⁵⁹ Ad esempio il primo SLD è stato creato nell'aprile 2019 tra ING e SBM e aveva la forma di un *Interest Rate Swap* finalizzato alla copertura del rischio di interesse di SBM, destinatario di un prestito a tasso variabile (e quindi incassatore di variabile e pagatore di fisso nello swap): il contratto prevedeva che sul pagamento fisso a carico di SBM fosse applicato uno *spread* positivo o negativo in relazione alla performance ESG di SBM sulla base del rating Subsainalytics.

Il primo SLD collegato alla riduzione di emissioni GHG è invece stato strutturato da Posco E&G con la Standard Chartered First Bank in Corea nel 2021 (<http://www.koreaittimes.com/news/articleView.html?idxno=104935>): si trattava di un contratto *FX forward* (ovvero un acquisto a termine di valuta per coprire il rischio di cambio) sull'emissione di un prestito obbligazionario per la costruzione di un inceneritore in Polonia. Il contratto prevedeva un incentivo connesso al raggiungimento di predeterminate soglie di riduzione di GHG.

In Italia, ISDA ha censito tre operazioni SLD. Una è stata stipulata nel gennaio 2020 da Italo su un finanziamento bancario di 1,1 mld collegato a un IRS che includeva un incentivo collegato alla performance ESG della società; le altre due da ENEL, entrambe come SLD collegati a operazioni di copertura del rischio

6.2 ESG-RELATED CREDIT DERIVATIVES

I *Credit Default Swap* (CDS) ordinari sono contratti derivati che forniscono copertura contro il rischio di *default* di un titolo obbligazionario (o in generale di un debitore): l'emittente del CDS (ovvero il venditore di protezione), in cambio di un pagamento periodico da parte del detentore del titolo (detto *spread*) si impegna alla copertura della perdita (o all'acquisto del titolo) in caso di fallimento dell'emittente del titolo sottostante. La struttura del CDS è cioè analoga ad una polizza assicurativa contro il rischio di credito, ma contrariamente a quest'ultima può essere sottoscritta anche senza essere in possesso del titolo "assicurato". In questo caso si parla di CDS nudi (*naked*), i quali non rappresentano strumenti di copertura, ma scommesse speculative contro i titoli "assicurati"¹⁶⁰.

I CDS *ESG-related* si basano sulla valutazione di sostenibilità (tipicamente su *rating* ESG) degli emittenti dei titoli sottostanti. Essi consentono agli operatori di mercato di gestire i potenziali rischi di credito derivanti dall'esposizione ai rischi climatici. Possono essere utilizzati sia per coprirsi (*hedging*) dal rischio di perdite catastrofiche che portano al fallimento dell'emittente (rischi fisici), sia per coprirsi da eventuali perdite finanziarie collegate a *Sustainability-Linked Bonds* e *Loans* dovute a variazioni delle aspettative di mercato circa la *performance* ESG dei debitori finali (rischi di transizione).

L'entità dello *spread* (ovvero il "premio") sui CDS varia in funzione della probabilità di *default* del titolo "assicurato" e per questo i CDS possono essere considerati anche uno strumento di investimento, il cui rendimento (*spread*) è tanto più elevato quanto più alto è il rischio di insolvenza dei titoli che essi proteggono¹⁶¹. L'investimento in CDS equivale ad investire in strumenti rappresentativi del rischio di credito ed è possibile costruire portafogli diversificati di contratti derivati CDS collegati ad emissioni ad alto

di interesse e di cambio (*cross-currency swap*). La prima di queste operazioni (settembre 2019) era a (indiretta) copertura del rischio di interesse sull'emissione di un Sustainability Linked Bond in cui il tasso di interesse sull'obbligazione sarebbe aumentato nel caso ENEL non fosse riuscita ad aumentare la propria capacità di generazione elettrica da rinnovabili entro il 2021 (dal 45% al 55%); il SLD avrebbe invece comportato uno sconto di interesse per ENEL in relazione alla sua performance su uno qualunque dei tre pilastri ESG. Un'operazione analoga è stata strutturata da ENEL con JPMorgan nell'ottobre 2020 in occasione dell'emissione di un SLB collegato alla capacità della società di raggiungere il 60% di generazione elettrica da rinnovabili entro il 2022: se ENEL avesse raggiunto l'obiettivo, la cedola sarebbe rimasta invariata fino a scadenza dell'obbligazione, in caso contrario si sarebbe invece attivato un suo aumento. Contro questo rischio ENEL ha associato all'emissione del SLB anche un *cross-currency* SLD in cui ENEL e JPMorgan si sarebbero scambiati semestralmente il pagamento di interessi (su un nozionale pari all'emissione di SLB) e in cui gli interessi sarebbero aumentati per quella delle due parti che non avesse rispettato i propri target ambientali. cfr. cfr. ISDA, "Overview" (January 2021), cit.

¹⁶⁰ In caso di *default* dell'emittente del titolo "assicurato", una posizione lunga in CDS *naked* comporta infatti il diritto al rimborso anche senza il possesso del titolo.

¹⁶¹ Cfr. J.Hull, "Options, Futures and Other Derivatives" (Pearson 11th ed. 2021), ch.24

rating ESG¹⁶². A questo scopo esistono *benchmark* di mercato composti da CDS di *rating* ESG elevato¹⁶³: un *rating* ESG elevato tende infatti a correlarsi ad un basso rischio di credito e ad un più favorevole profilo rischio/rendimento¹⁶⁴.

6.3 ESG-RELATED EXCHANGE TRADED DERIVATIVES

Appartengono a questa categoria contratti *futures* e opzioni negoziabili sui mercati regolamentati¹⁶⁵ i cui sottostanti sono rappresentati da indici composti da titoli sostenibili (soprattutto azionari)¹⁶⁶. Le caratteristiche finanziarie dei contratti dipendono quindi dalle metodologie di costruzione degli indici sottostanti: alcuni di questi indici sono basati sull'esclusione di determinate categorie di imprese (combustibili fossili, tabacco, armi ecc.), altri sono invece composti da imprese *compliant* con livelli predefiniti di *rating* ESG.

Come tutti i *futures* e le opzioni, anche questi contratti possono essere utilizzati sia per coprire i rischi sia per assumere posizioni di rischio aperte sulle attività finanziarie sottostanti e rappresentano uno strumento accessorio essenziale per dare liquidità ed efficienza al mercato degli investimenti finanziari ESG.

6.4 EMISSION TRADING DERIVATIVES

Anche in questo caso si tratta di contratti *futures* e *options*, ma in questo caso i sottostanti sono i certificati rappresentativi di emissioni di CO₂ (*carbon allowances* e/o

¹⁶² Cfr. R.Takei, "ESG Factors for Predicting Changes in CDS Spreads", S&P Global Market Intelligence, <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/mi/research-analysis/esg-factors-for-predicting-changes-to-cds-spreads.html>

¹⁶³ Nel maggio 2020 è ad esempio stato lanciato l'*iTraxx MSCI ESG Screened Europe Index* che raccoglie un portafoglio di CDS su emittenti corporate europei sulla base di un processo di selezione accurato delle loro caratteristiche ESG. Cfr. S.Mahsabatula, "First of Its Kind ESG Index: iTraxx MSCI ESG Screened Europe Index", S&P Global Market Intelligence, <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/research-analysis/iTraxx-msci-esg-screened-europe-index.html>

¹⁶⁴ MSCI Research, R.Mendiratta, H.Varsani, G.Giese, "How ESG Affected Corporate Credit Risk and Performance", JESG Special Issue on Climate part 2 (Winter 2021), [https://www.msci.com/documents/10199/19248715/Foundations-of-ESG-Investing-in-Corporate-Bonds-How-ESG-Affects-Corporate-Credit-Risk-and-Performance+\(002\).pdf](https://www.msci.com/documents/10199/19248715/Foundations-of-ESG-Investing-in-Corporate-Bonds-How-ESG-Affects-Corporate-Credit-Risk-and-Performance+(002).pdf)

¹⁶⁵ Attualmente diversi mercati regolamentati e *Multilateral Trading Facilities* (MTF) internazionali quotano *futures* e *options* su indici ESG: ad esempio Euronext, Eurex, ICE, CME, Nasdaq, CBOE e JEG.

¹⁶⁶ Una lista di tali indici è riportata in ISDA, "Overview" (January 2021), cit., p.8

*carbon offsets*¹⁶⁷) negoziati nell'ambito di sistemi c.d. “*Cap & Trade*”¹⁶⁸. Lo schema generale dei sistemi “*Caps & Trade*” prevede da una parte l'imposizione di limiti emissivi (*caps*) a determinati soggetti economici (ad es. impianti o imprese altamente emmissive) e, dall'altra, la possibilità per questi ultimi di acquisire il permesso, attraverso i certificati, di emettere CO₂ (*trade*). Ogni certificato rappresenta una quantità unitaria di CO₂ (ad es. 1 tonnellata) e alle imprese vengono allocati gratuitamente ogni anno certificati equivalenti a un limite emissivo predeterminato. Le imprese che, nel corso dell'anno, registrano emissioni inferiori rispetto a quelle consentite si trovano quindi con un eccesso di certificati e possono cedere questi ultimi sul mercato secondario a quelle che hanno invece registrato eccessi emissivi¹⁶⁹. I certificati vengono scambiati a un prezzo di mercato che deriva dall'incontro tra l'offerta di certificati delle prime e la domanda di certificati delle seconde. La prevalenza di superamenti emissivi rispetto ai limiti si traduce cioè in un eccesso di domanda di certificati e in una lievitazione della loro quotazione; viceversa, la prevalenza di emissioni sotto il limite farà scendere la quotazione dei certificati. Ovviamente l'equilibrio di domanda e offerta di certificati è condizionata dalla dotazione di certificati gratuiti distribuita, la quale è programmata in progressiva riduzione nel corso del tempo in coerenza con gli obiettivi di riduzione della CO₂, al fine di rendere la quotazione dei certificati sempre più aderente all'andamento effettivo delle emissioni¹⁷⁰. Lo scambio dei certificati definisce quindi il prezzo di mercato

¹⁶⁷ *Carbon allowance* (o *carbon credit*) è un “permesso di emissione” negoziabile che consente al detentore di emettere 1 tonnellata di CO₂eq nel contesto di schemi obbligatori di limitazione delle emissioni. *Carbon offset* è un certificato che attesta la titolarità di iniziative che riducono/rimuovono emissioni (ad es. attraverso piantumazioni o CCS/CCU) per 1 tonnellata di CO₂eq ed è adottato soprattutto in schemi di natura volontaria. I primi esempi di *carbon offset certificates* sono stati introdotti dal Protocollo di Kyoto (Annex B Party), che prevedeva per ogni paese aderente l'assegnazione di certificati denominati *Assigned Amount Units* (AAU) in proporzione all'entità complessiva delle emissioni consentite sulla base degli impegni di riduzione di GHG nel periodo 2008-2012. Gli AAU potevano essere ceduti dai paesi che avessero ridotto le emissioni più del previsto a quelli che emettevano in eccesso. Il medesimo schema è stato anche esteso ad altri certificati con finalità specifiche: RMU (*Removal Unit*) riferiti a riduzioni di GHG collegate a modificazioni dell'uso del territorio (*Land-Use, Land-Use Change and Forestry*); ERU (*Emission Reduction Unit*) riferiti a processi di riduzione/rimozione addizionali attraverso progetti congiunti tra più paesi aderenti (*Joint Implementation*); CER (*Certified Emission Reduction*) riferiti a progetti tecnologici che consentono una riduzione delle emissioni in paesi in via di sviluppo. Cfr. <https://unfccc.int/process/the-kyoto-protocol/mechanisms/emissions-trading>

¹⁶⁸ Nella UE il mercato è l'EU ETS (*Emission Trading System*”), https://climate.ec.europa.eu/eu-action/eu-emissions-trading-system-eu-ets_it. Per il mercato USA si veda EPA, “*Tools of the Trade: A Guide to Designing and Operating Cap and Trade Program for Pollution Control*”, <https://www.epa.gov/emissions-trading-resources/tools-trade-guide-designing-and-operating-cap-and-trade-program>

¹⁶⁹ I certificati possono essere sottoscritti sia attraverso aste organizzate centralmente da intermediari finanziari specializzati e dai gestori dei mercati regolamentati oppure OTC direttamente dalle controparti. Essi possono essere anche negoziati nella forma di derivati OTC o regolamentati (*forward, futures* e *options*).

¹⁷⁰ Per il sistema EU ETS si veda https://climate.ec.europa.eu/eu-action/eu-emissions-trading-system-eu-ets/emissions-cap-and-allowances_it

di ogni tonnellata di CO₂ emessa. I certificati si configurano quindi a tutti gli effetti come un'*asset class* investibile come sottostante di contratti derivati.

6.5 RENEWABLE ENERGY CERTIFICATES (REC)

I REC¹⁷¹ sono strumenti negoziabili emessi prevalentemente negli Stati Uniti¹⁷² e certificano che un MWh di elettricità è stato generato da fonti rinnovabili e immesso in rete. I RECs possono essere negoziati direttamente *over-the-counter* tra emittente e acquirente o, più spesso, sono intermediati da intermediari finanziari (*brokers* o *asset managers*). Benché non vi sia né un registro nazionale né un'unica piattaforma di negoziazione a livello nazionale, le transazioni dei RECs vengono registrate e tracciate da molteplici piattaforme specializzate in diversi Stati americani¹⁷³. Nel contesto della regolamentazione delle emissioni di GHG, i RECs tendono a stimolare la produzione e distribuzione di energia elettrica da fonti rinnovabili addizionale rispetto a quella che sarebbe stata prodotta in loro assenza.

6.6 DEBT CLIMATE SWAPS (DCS)

Il cambiamento climatico e i problemi del debito sono strettamente interconnessi. I paesi più vulnerabili al cambiamento climatico sono a rischio maggiore di affrontare crisi finanziarie. Questa correlazione, sebbene non indichi sempre una relazione di causa-effetto, è in parte dovuta alla sovrapposizione tra i paesi in via di sviluppo con una storia di vulnerabilità del debito e la suscettibilità al cambiamento climatico. Tuttavia, è

¹⁷¹ I RECs possono assumere diverse denominazioni: ad es. *Green Tags*, *Renewable Electricity Certificates*, *Tradable Renewable Certificates* (TRC). Esistono inoltre anche gli SREC (*Solar Renewable Energy Certificates*) collegati alla sola generazione elettrica da energia solare

¹⁷² Alcuni Stati USA hanno adottato una *policy* energetica, denominate *Renewable Portfolio Standard* (RPS), che impongono alle compagnie elettriche di produrre una certa percentuale di energia elettrica da fonti rinnovabili entro un determinato anno (ad es.: nello Stato di New York il 24% entro il 2013; in California il 33% entro il 2020 ecc.) e le compagnie elettriche possono essere *compliant* con tali requisiti acquistando RECs sul mercato. Tuttavia, anche Stati che non adottano politiche di RPS possono emettere RECs e venderli a investitori privati che desiderano investire in energia elettrica prodotta da fonti rinnovabili. Questa seconda componente rappresenta in USA la parte principale del mercato dei RECs. Cfr. <https://www.epa.gov/green-power-markets/renewable-energy-certificates-recs>

¹⁷³ Il Texas REC Program è ad esempio operativa dal luglio 2001. Nei 14 Stati americani, le 2 province canadesi e quelle del nord della Baia del Messico, consorziati nel WECC (*Western Electricity Coordinating Council*) i RECs sono negoziabili sulla piattaforma WREGIS (<https://www.wecc.org/WREGIS/Pages/Default.aspx>). Altre piattaforme analoghe operanti in altri Stati USA sono: GATS (<https://www.pjm-eis.com/getting-started/about-GATS.aspx>); NYGATS (<https://www.nyserda.ny.gov/All-Programs/NYGATS>); NEPOOL (<https://nepoolgis.com/>); ERCOT (<https://www.ercot.com/>); MIRECS (<https://mirecs.org/>); NC-RETS (<https://ncrets.org/>); M-RETS (<https://www.mrets.org/>)

probabile che esista una relazione causale in entrambe le direzioni. Da un lato, il cambiamento climatico può aggravare le vulnerabilità del debito impattando negativamente sulla capacità produttiva di un paese, sulla base fiscale e comportando costi fiscali come la ricostruzione post-disastro. Ciò comporta anche costi più elevati per l'indebitamento esterno. D'altro canto, i problemi di debito limitano le risorse finanziarie disponibili per gli sforzi di mitigazione e adattamento climatico, aggravando ulteriormente il cambiamento climatico e le sue conseguenze negative.

Il concetto di scambi debito-clima deriva dai principi degli scambi "debito-natura" o "debito-sviluppo". Queste iniziative prevedono la riduzione del debito in cambio di impegni specifici da parte dei paesi debitori, senza superare i costi fiscali associati alla riduzione del debito. Gli scambi debito-clima possono riguardare sia il debito bilaterale ufficiale che il debito commerciale. Nel caso degli scambi di debito bilaterali, i fondi precedentemente destinati al servizio del debito verso i creditori bilaterali ufficiali vengono ridirezionati verso progetti concordati congiuntamente incentrati sulla conservazione della natura e sulle iniziative legate al clima. Gli scambi tripartiti prevedono il riacquisto del debito detenuto privatamente attraverso finanziamenti da parte di donatori e/o nuovi creditori, spesso mediati da un'organizzazione non governativa (ONG) internazionale. Questi scambi sono condizionati all'adozione da parte del paese debitore di azioni politiche e/o investimenti legati alla natura o al clima. Il tipo più comune di operazione prevede che l'ONG conceda prestiti al paese debitore a tassi di interesse inferiori al tasso di mercato, con la condizione che (1) i fondi siano utilizzati per riacquistare il debito commerciale a un prezzo scontato e (2) una parte del sollievo del debito risultante (la differenza tra il costo del debito commerciale estinto e il nuovo debito dovuto all'ONG) sia destinata a finanziare azioni o investimenti legati al clima (vedi Figura 6.1).



Source: Authors.

Notes: Figure 3 illustrates a tripartite swap among a nongovernmental organization (NGO), commercial creditors, and a government, involving the following steps: (1) NGO raises funding from environmental, social, and governance (ESG) investors (loans and/or grants); (2) Funding is on-lent to a special purpose vehicle (SPV); (3) The SPV funds agreed-on projects, and (4) provides a loan to the government, which (5, 6) the government uses to buy back debt from commercial creditors. Finally, (7) debt service from the government flows back to the SPV, (8) the NGO, and (9) the investors providing the original funding.

Fonte: IMF Working Paper, *Debt-For-Climate Swaps: Analysis, Design, and Implementation*

Gli scambi di debito sono stati parte delle pratiche di ristrutturazione del debito sin dalla crisi del debito dell'America Latina. Inizialmente sono emersi gli scambi debito-natura, come il trilaterale coinvolgente la Bolivia guidato dalla NGO Conservation International nel 1987 e lo scambio bilaterale tra Paesi Bassi e Costa Rica nel 1989. Da allora si sono verificati oltre 100 scambi di debito, tra cui circa 50 scambi trilaterali e circa 90 scambi bilaterali che coinvolgono circa 15 creditori ufficiali (a volte anche più di uno contemporaneamente). Questi scambi hanno beneficiato circa 30 creditori. Esempi notevoli includono dieci transazioni tra Stati Uniti e paesi debitori dell'America Latina nell'ambito dell'iniziativa Enterprise of Americas del 1990 e circa 20 transazioni nell'ambito del US Tropical Forest Conservation Act del 1998. Sebbene gli scambi debito-natura abbiano perso un po' di popolarità negli anni 2000, probabilmente a causa di un passaggio a programmi di riduzione del debito più completi come HIPC/MDRI, nel corso degli ultimi anni hanno registrato una ripresa. Esempi recenti includono scambi bilaterali condotti dall'agenzia francese per lo sviluppo, come quello con la Repubblica Democratica del Congo nel 2019, e scambi trilaterali guidati da TNC con Seychelles nel 2015 e Belize nel 2021.

Nonostante la frequente presenza degli scambi di debito, l'ammontare complessivo del sollievo del debito che hanno generato è stato finora relativamente modesto. Ciò è principalmente dovuto alla scala limitata delle transazioni, con la maggior parte degli scambi di debito rientranti nell'ordine di grandezza di decine di milioni di dollari statunitensi. Lo scambio più grande registrato, avvenuto nel 1992 tra Polonia e un gruppo di creditori, ammontava a un valore totale di 580 milioni di dollari. Un altro fattore che contribuisce è che gli scambi di debito di solito comportano la sostituzione del vecchio debito con un nuovo debito, sebbene a volumi inferiori e spesso denominati nella valuta locale. Secondo il PNUD, il valore totale del debito trattato tramite gli scambi di debito raggiunge i 2,6 miliardi di dollari, e ha finanziato progetti di sviluppo o spese legate alla natura per un importo di circa 1,2 miliardi di dollari. In confronto, il Piano Brady ha ottenuto una riduzione complessiva del debito di 65 miliardi di dollari, mentre secondo l'OCSE, nel 2019 gli aiuti climatici forniti ai paesi in via di sviluppo hanno raggiunto un totale di 17 miliardi di dollari.

APPENDICI

- I. **Mercato italiano dei mini-bonds**
- II. **KPIs EBA relativi ai rischi ESG**
- III. **Case studies internazionali: strumenti finanziari per la transizione**
- IV. **Tassonomia delle principali problematiche connesse alle cartolarizzazioni *green***
- V. **Case studies internazionali: incentivi fiscali alla finanza privata per la transizione *green***

APPENDICE I

Fig.2.1 – Numero emissioni ed emittenti di minibonds. Fonte: Politecnico di Milano, “9° Rapporto italiano sui minibonds” (2023)

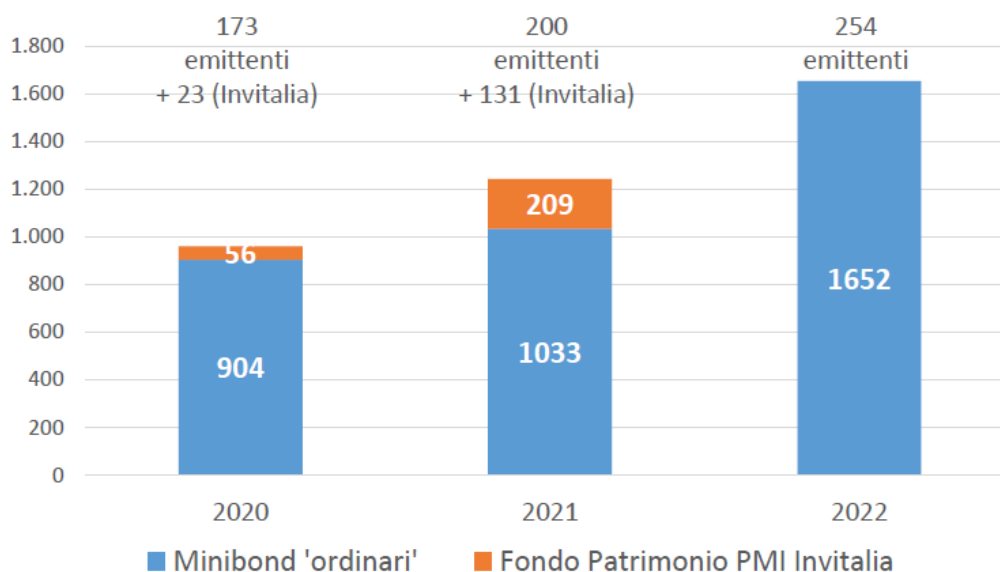


Fig.2.2 – Controvalore emissioni di minibonds (mln €). Fonte: Politecnico di Milano, “9° Rapporto italiano sui minibonds” (2023)

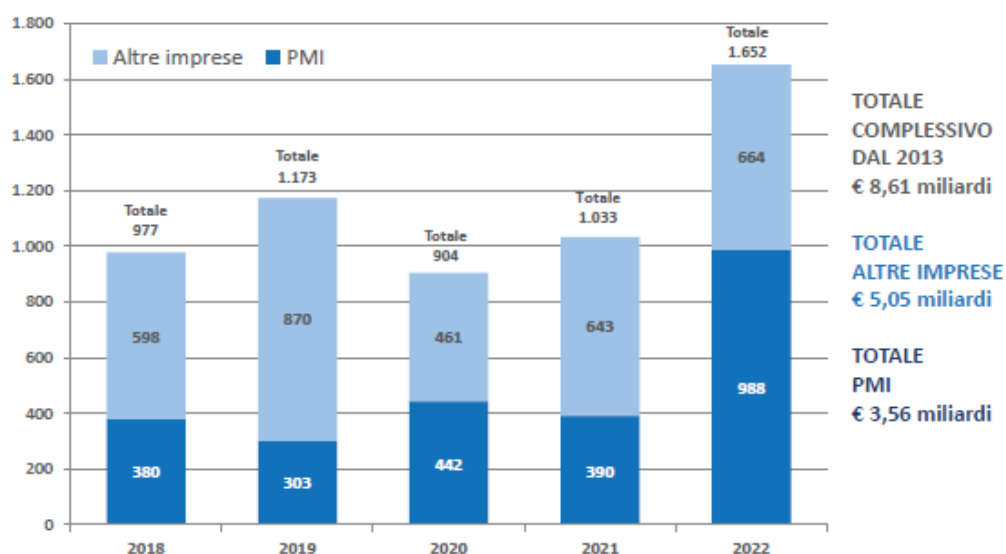


Fig.2.3 – Controvalore emissioni di minibonds per tipologia di emissione (mln €). Fonte: Politecnico di Milano, “9° Rapporto italiano sui minibonds” (2023)

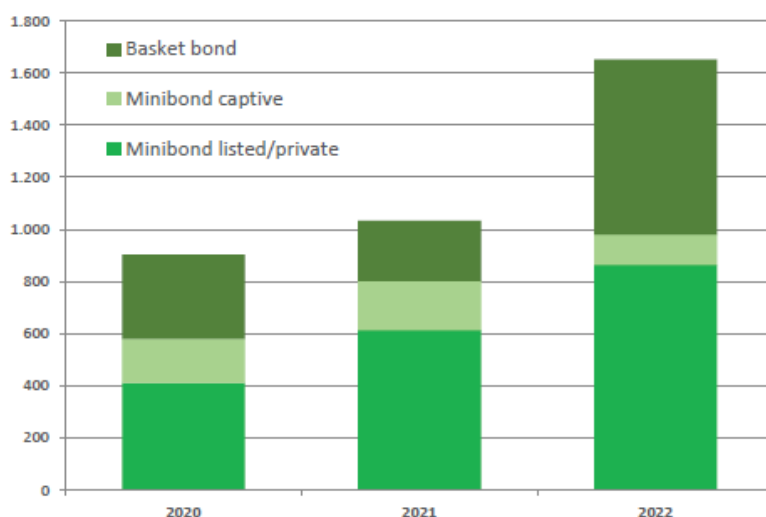
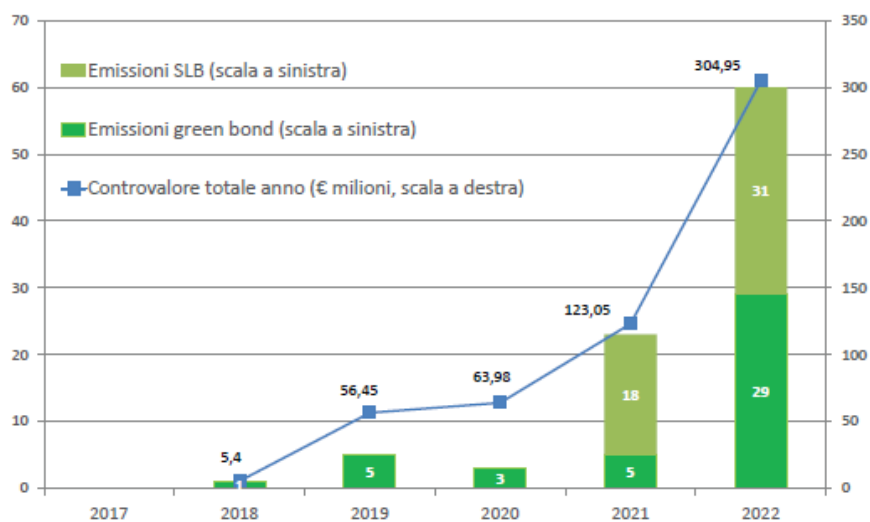


Fig.2.4 – Numero e controvalore emissioni di minibonds Green e SLB (mln €). Fonte: Politecnico di Milano, “9° Rapporto italiano sui minibonds” (2023)



Tab.2.1 – Principali provvedimenti legislativi a favore delle PMI. Fonte: Politecnico di Milano, “9° Rapporto italiano sui minibonds” (2023)

Decreto	Principali innovazioni
D.L. 83/2012 ‘Sviluppo’ e D.L. 179/2012 ‘Sviluppo-bis’	• Eliminati i limiti massimi quantitativi previsti dall’art. 2412 del Codice Civile per le obbligazioni, sotto determinate condizioni • Estensione a società non quotate della deducibilità degli interessi passivi, per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale azionario • Deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate • Esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell’UE o Paesi in “White List”
D.L. 145/2013 ‘Destinazione Italia’	• Semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e maggiore protezione per gli investitori • Obbligazioni, titoli cartolarizzati, quote di fondi di <i>minibond</i> ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative • Possibile garanzia dei titoli collateralizzati emessi da banche, anche di titoli societari e crediti alle PMI • Estensione dell’attività del Fondo Centrale di Garanzia anche a fondi per investimenti su singole emissioni e portafogli
D.L. 91/2014 ‘Competitività’	• Credito diretto alle imprese da parte di assicurazioni e società di cartolarizzazione • Eliminazione della ritenuta d’acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni esteri • Eliminazione della ritenuta d’acconto su interessi e proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali, purché collocati da investitori istituzionali • Estensione dell’imposta sostitutiva a cessioni di crediti garantiti
Legge 145/2018 (‘Legge di Bilancio 2019’)	• Modifica della normativa sui PIR • Modifica della Legge 130/99 sulle cartolarizzazioni • Facoltà per le piattaforme di <i>equity crowdfunding</i> autorizzate da Consob di collocare <i>minibond</i> a investitori professionali in una sezione dedicata
Legge 157/2019 (‘Decreto Fiscale 2020’) e Legge 160/2019 (‘Legge di Bilancio 2020’)	• Ulteriori modifiche della normativa sui PIR
D.L. 18/2020 (‘Cura Italia’) e D.L. 23/2020 (‘Liquidità’)	• Estensione delle garanzie pubbliche sui <i>minibond</i> • Nuova misura ‘Garanzia Italia’ gestita da SACE
D.L. 34/2020 (‘Rilancio’)	• Introduzione dei ‘PIR alternativi’
D.L. 73/2021 (‘Sostegni-bis’)	• Introduzione di una sezione del Fondo di Garanzia a supporto della cartolarizzazione tradizionale o sintetica di portafogli di <i>minibond</i>

Tab.2.2 – Principali emissioni di minibonds e basket bonds. Fonte: Politecnico di Milano, “9° Rapporto italiano sui minibonds” (2023)

Progetto	Contesto	Investitori principali	Emittenti totali	Controvalore emissioni
Viveracqua Hydrobond (4 emissioni)	Ciclo idrico integrato nel Veneto	BEI, CDP, Kommunalcredit Austria	13	€ 623,5 milioni
Garanzia Campania Bond	PMI in Campania	CDP, MCC	65	€ 144,1 milioni
Basket Bond Puglia	PMI in Puglia	CDP, MCC, Unicredit	27	€ 111 milioni
Export Basket Bond Programme	Società coinvolte nel progetto ELITE	CDP, MCC	11	€ 62 milioni
ELITE Basket Bond	Società coinvolte nel progetto ELITE	BEI, CDP	10	€ 122 milioni
ELITE - Intesa Sanpaolo Basket Bond	PMI	Intesa Sanpaolo	21	€ 160 milioni
ELITE Basket Bond Lombardia	Società lombarde coinvolte nel progetto ELITE	CDP, Finlombarda	4	€ 37 milioni
Basket Bond di filiera	Settore vitivinicolo	CDP, Unicredit	8	€ 40 milioni
Basket Bond di filiera	Settore cultura	CDP, Unicredit	4	€ 27 milioni
Basket Bond Sella	Società ad alto potenziale di crescita	CDP, MCC, Banca Sella	5	€ 50 milioni
Basket Bond Euronext Growth	Società quotate su Euronext Growth Milan	CDP, MCC, Banca Finnat	7	€ 33 milioni
Basket Bond BPER	PMI e Mid-cap	CDP, BPER Banca	15	€ 112 milioni
Basket Bond Italia	PMI e Mid-cap	CDP, MCC	22	€ 97,3 milioni
Basket Bond CAI	PMI e Mid-cap	CDP, MCC, Crédit Agricole	6	€ 37 milioni
Basket Bond ESG	Imprese con piani di sviluppo sostenibile	CDP, Unicredit	8	€ 48 milioni
Basket Bond Energia Sostenibile	PMI e Mid-cap della filiera dell'energia	Illimity Bank	5	€ 24 milioni
Bond Food Mezzogiorno	Imprese del Sud del settore agroalimentare	Unicredit	17	€ 65,8 milioni
Property Improvements Bonds 1 e 2	Efficientamento energetico del patrimonio immobiliare	IMI Intesa Sanpaolo	24	€ 126,7 milioni
Pluribond Turismo Veneto Spiagge	Operatori balneari veneti	Tramite il portale Fundera	11	€ 6,89 milioni
Pluribond Sviluppo Artigiano	PMI iscritte al Consorzio Fidi Sviluppo Artigiano	Tramite il portale Fundera	8	€ 3 milioni

APPENDICE II

EBA KPIs relativi ai rischi ESG nell'ambito della regolamentazione prudenziale delle istituzioni creditizie e delle imprese di investimento

L'EBA ha pubblicato nel giugno 2021 un rapporto dedicato alla gestione e alla supervisione dei rischi ESG, propedeutico all'integrazione di questi ultimi nella regolamentazione prudenziale applicabile alle istituzioni creditizie e alle imprese di investimento CRR (*Capital Requirements Regulation*)¹⁷⁴. Il rapporto riporta in Appendice una lista indicativa dei fattori di rischio, degli indicatori e delle metriche ESG che le istituzioni possono applicare nella valutazione delle controparti nella loro attività di credito e di investimento.

Fattori ambientali (E)

FACTOR	INDICATOR	METRIC
ENVIRONMENTAL FACTORS ²³⁹		
Emissions	Total GHG emissions (broken down by scope 1, 2 and 3 carbon emissions)	Tonnes of CO ₂ e (see points (a), (b) and (c) above)
	Emissions of air pollutants	Weight in tonnes of air pollutants (see point (m) above)
	Emissions of water pollutants	Weight in tonnes of water pollutants (see point (n) above)
	Emissions of inorganic pollutants	Weight in tonnes of inorganic pollutants (see point (u) above)
	Carbon footprint	Tonnes of CO ₂ (see points (c) and (d) above)
	Fossil fuel sectors	% or total (see point (e) above)
	Reduction policies or initiatives on the use and production of fossil fuels	Presence/lack of reduction policies or initiatives in place on the use and production of fossil fuels (see point (e) above)
	Compliance with Paris Agreement targets	See point (f) above
Energy efficiency	Reduction policies or initiatives on emissions	Presence/lack of reduction policies or reduction policies or initiatives in place on emissions (see points (a), (b) and (c) above)
	Energy consumption intensity	In Gigawatt hours (GWh) (see point (g) above)
	Use of renewable sources of energy	% or total (see point (h) above)
Water usage		Presence/lack of initiatives to reduce the use of non-renewable energy (see points (h) and (i) above)
	Water consumption intensity	% or total - weight in tonnes of water consumption (see point (j) above)
Waste production	Production of hazardous waste	% or total - weight in tonnes of hazardous waste (see point (k) above)
	Reusability/Recyclability	% or total - weight in tonnes of non-recycled waste production (see point (l) above)
		Presence/lack of initiatives to reduce the production of waste (see point (l) above)

¹⁷⁴ EBA "On Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms", Report (June, 2021), <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-its-report-management-and-supervision-esg-risks-credit-institutions-and-investment>

Biodiversity and ecosystems	Presence/operations (e.g. own, via value chain) in geographic areas impacted by soil degradation	% or total (see point (v) above)
	Presence/operations (e.g. own, via value chain) in geographic areas and industries that are particularly dependent on biodiversity and ecosystem services	% or total (see point (o) above)
	Presence/operations (e.g. own, via value chain) in protected areas or areas of high biodiversity value outside protected areas	% or total (see points (p) and (q) above)
	Operations (e.g. own, via value chain) affecting IUCN Red List species and/or national conservation list species	% or total (see points (p) and (q) above)
Environmental hazards	Presence/operations (e.g. own, via value chain) in areas likely to be affected by heatwaves	% or total (see point (x) above)
	Presence/operations (e.g. own, via value chain) in areas likely to be affected by water scarcity	% or total (see point (y) above)
	Presence/operations (e.g. own, via value chain) in areas likely to be affected by floods	% or total (see point (z) above)
	Presence/operations (e.g. own, via value chain) in areas likely to be affected by coastal erosion	% or total (see point (aa) above)
	Presence/operations (e.g. own, via value chain) in areas likely to be affected by wildfires	% or total (see point (bb) above)

Fattori sociali (S)

FACTOR	INDICATOR	METRIC
SOCIAL FACTORS ²⁴⁰		
Community/society	Relations with local communities (networks)	Establishment of business in rural and economically and socially underdeveloped areas
	Social impact of products and services	Products' potential to reach rural areas and groups of society where development gaps exist
Employee relationships/labour standards	Freedom of association and right to organise	Observation and implementation of due diligence policies on issues addressed by ILO fundamental conventions 1 and 2
	Forced labour	Observation and implementation of due diligence policies on issues addressed by ILO fundamental conventions 3 and 4
	Minimum age and child labour	Observation and implementation of due diligence policies on issues addressed by ILO fundamental conventions 5 and 6
	Equal representation	Average ratio of female to male board members
		Average ratio of females to males in total workforce
	Equal remuneration	Observation and implementation of due diligence policies on issues addressed by ILO fundamental convention 7
		Average gender pay gap
		Average ratio of the annual total compensation for the highest individual to the median annual total compensation for all employees (excluding the highest-compensated individual)

		Ratio of annual total compensation for the highest compensated individual to the median annual total compensation for all employees (excluding the highest compensated individual)
	Discrimination	Observation and implementation of due diligence policies on issues addressed by ILO fundamental convention 8
		Number of incidents of discrimination (i) reported and (ii) leading to sanctions
	Human capital management and employee relations (training and development opportunities)	Share of employees attending training courses in a given year
		Frequency of performance assessment per employee
	Workplace health and safety	Rate of accidents
		Number of workdays lost to injuries, accidents, fatalities and illness
Customer relationships	Customer protection and product responsibility	Extent to which products are monitored once introduced on the market
		Extent to which product recall procedures are in place
		Number of incidents of product recalls/withdrawals
		Handling and degree of transparency on management's actions following product recalls/withdrawals
		Lack/presence of a supplier code of conduct
	Personal data security and privacy	Number/rate of data security incidents in which personally identifiable information (PII) was at risk
		Explanation/disclosure of policies and practices relating to user privacy
		Monetary losses (total amount in EUR) incurred as a result of legal proceedings associated with user privacy
		Degree of transparency on management's approach to identifying and addressing data security risks
	Rights of customers to obtain information about ESG factors	Percentage of significant product/service categories that comply with information and labelling that includes information on sourcing, content (i.e. substances that could have an environmental or social impact), safe use of the product or service, disposal of the product and environmental or social impacts

Fattori di governance (G)

FACTOR	INDICATOR	METRIC
GOVERNANCE FACTORS ²⁴¹ ²⁴²		
Ethical considerations	Integrity of conduct/conduct frameworks	Alignment with the OECD Guidelines for Multinational Enterprises and UN Guiding Principles on Business and Human Rights
	Values and ethics	Alignment with the Charter of Fundamental Rights of the EU
	Bribery and corruption	Compliance with United Nations Convention against Corruption
		Identification of insufficient actions taken to address breaches in procedures and standards of anti-corruption and anti-bribery
		Convictions and violations of anti-corruption and anti-bribery laws (number of cases and amount of fines)
		Presence/lack of anti-corruption and anti-bribery policies
	Accountability/rule of law	Alignment with the Worldwide Governance Indicators (World Bank)
Strategy and risk management	Strategy implementation, operational execution and monitoring	Alignment with the OECD Guidelines for Multinational Enterprises and UN Guiding Principles on Business and Human Rights
	Internal controls and risk management policies and procedures	Alignment with the OECD Guidelines for Multinational Enterprises and UN Guiding Principles on Business and Human Rights
Inclusiveness	Discrimination	Gap between males and females or any other minority groups in the given region in education access and/or outcomes, representation in government positions and/or boards, salary income, etc.
		Lack of a diversity strategy in place (e.g. age, gender, minority groups)
		Percentage of employees and individuals in governance bodies as per the various diversity categories defined in GRI standard 405-1.
Transparency	Observance of disclosures of information rules and practices	Reliance on high quality, broadly recognised national, EU-based or international frameworks when preparing non-financial statements, including disclosure of the framework chosen
		Compliance with Non-Financial Reporting Directive

Riferimenti e terminologia ESG

- (a) 'greenhouse gas (GHG) emissions' as defined in the GHG Protocol methodology (<https://ghgprotocol.org/calculation-tools>) or the ISO 14064-1:2018 standard and, where appropriate, in the European Commission's Recommendation 2013/179 on the use of common methods to measure and communicate the life cycle environmental performance of products and organisations;²²⁷
- (b) 'scope 1, 2 and 3 GHG emissions' means the greenhouse gas emissions referred to in point (1)(e)(i-iii) of Annex III of Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council of 8 June 2016 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds, and amending Directives 2008/48/EC and 2014/17/EU and Regulation (EU) No 596/2014;²²⁸
- (c) 'tonnes of CO₂' means tonnes of carbon dioxide equivalent as defined in Article 3(j) of Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council of 13 October 2003, establishing a system for greenhouse gas emission allowance trading within the Union and amending Council Directive 96/61/EC;²²⁹
- (d) 'carbon footprint' is an absolute or relative measure of GHG emissions as defined in points (a) and (c);
- (e) 'fossil fuel sectors' relates to the production, processing, distribution, storage or combustion of fossil fuels, with the exception of investment related to clean vehicles²³⁰ as defined in Article 4 of Directive 2009/33/EC of the European Parliament and of the Council on the promotion of clean and energy-efficient road transport vehicles;
- (f) 'national emissions reduction commitments' for EU countries, these are obligations to reduce emissions of a given substance, specifying the minimum emission reductions that have to be achieved in the target calendar year, as a percentage of the total of emissions released during the base year (2005), as per Directive (EU) 2016/2284 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2016 on the reduction of national emissions of certain atmospheric pollutants, amending Directive 2003/35/EC and repealing Directive 2001/81/EC (OJ L 344, 17.12.2016, pp. 1-31). For other countries, refer when available to intended nationally determined contributions to reduction in GHG emissions under the United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC);
- (g) 'energy consumption intensity' measures the energy consumption per unit of activity, output or any other metric, in the meaning of Directive ((EU) 2018/2002) amending the Energy Efficiency Directive (2012/27/EU);
- (h) 'renewable energy sources' means renewable energy sources referred to in Article 2(1) of Directive (EU) 2018/2001 of the European Parliament and of the Council of 11 December 2018 on the promotion and use of energy from renewable sources (recast)²³¹;
- (i) 'non-renewable energy sources' means energy sources other than those referred to in point (h);
- (j) 'water consumption intensity' in the meaning of Directive 2000/60/EC of 23 October 2000 establishing a framework for Community action in the field of water policy with a view to protecting the sustainable use and environmental status of all waters;
- (k) 'hazardous waste' means hazardous waste as defined in Article 3(2) of Directive 2008/98/EC of the European Parliament and of the Council of 19 November 2008 on waste and repealing certain Directives²³², and radioactive waste;
- (l) 'non-recycled waste' means any waste not recycled within the meaning of 'recycling' in Article 3(17) of Directive 2008/98/EC;
- (m) 'water pollutants' means Direct Nitrates emissions (scope 1), Direct Phosphate emissions (scope 1), Direct Pesticides emissions (scope 1), Direct emissions of priority substances (scope 1) as defined in the Directive 2000/60/EC of the European Parliament and of the Council of 23 October 2000 establishing a framework for Community action in the field of water policy²³³, Council Directive of 12 December 1991 concerning the protection of waters against pollution caused by nitrates from agricultural sources (91/676/EEC)²³⁴, Council Directive 91/271/EEC of 21 May 1991 concerning urban waste-water treatment²³⁵ and Directive 2010/75/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on industrial emissions (integrated pollution prevention and control)²³⁶;
- (n) 'air pollutants' means Direct Sulphur dioxide (SO₂/SO₂) emissions, Direct Nitrogen oxides (NO_x/NO₂) emissions, Direct Ammonia (NH₃) emissions, Direct Particulate matter (PM_{2.5}) emissions, Direct Non-methane volatile organic compounds (NMVOC) emissions, Direct total heavy metals (HM) emissions as referred to in Directive (EU) 2016/2284 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2016 on the reduction of national emissions of certain atmospheric pollutants, amending Directive 2003/35/EC and repealing Directive 2001/81/EC²³⁷;
- (o) 'biodiversity and ecosystem services' refers to the concept of biodiversity and ecosystem services as laid out in the global assessment report on biodiversity and ecosystem services of the Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services (IPBES), released in May 2019;
- (p) 'protected area' means an area designated under the European Environment Agency's Common Database on Designated Areas (CDDA)²³⁸;
- (q) 'area of high biodiversity value outside protected areas' means an area not subject to legal protection, but recognised for important biodiversity features by a number of governmental and non-governmental organisations, including habitats that are a priority for conservation, which are often defined in National Biodiversity Strategies and Action Plans prepared under the United Nations (UN) Convention, 'Convention on Biological Diversity', 1992;
- (r) 'gender pay gap' means the difference between average gross hourly earnings of male and female paid employees for equal work or work of equal value, as a percentage gross hourly earnings of male paid employees;
- (s) 'human rights policy' means a policy commitment approved at highest decision-making level on human rights;
- (t) 'workplace safety and health' as specified in the Directive 89/391/EEC, known as the OSH 'Framework Directive', which lays down the main principles to encourage improvements in the safety and health of workers at work, and the requirements developed thereafter by the European Commission and the European Agency for Safety and Health at Work (EU-OSHA).
- (u) 'inorganic pollutants' means emissions within or lower than the emission levels associated with the best available techniques (BAT-AEL) ranges set out in the Best Available Techniques Reference Document (BREF) for the Large Volume Inorganic Chemicals - Solids and Others industry;
- (v) 'soil degradation' means the diminishing capacity of the soil to provide ecosystem goods and services as desired by stakeholders, according to the Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services (IPBES) as referred to in paragraph 100 of Decision No 1386/2013/EU;
- (w) 'areas of high water stress' means regions where the percentage of total water withdrawn is high (40-80%) or extremely high (greater than 80%) in the World Resources Institute's (WRI) Water Risk Atlas tool 'Aqueduct';
- (x) 'heatwaves' means heat or hot weather that lasts for several days, as defined in the European Environment Agency's indicator assessment of 'extreme temperatures and health';
- (y) 'water scarcity' means pressure on the renewable freshwater sources of a defined territory during a specific period, where the percentage of total water withdrawn is high (40-80%) or extremely high (greater than 80%) in the World Resources Institute's (WRI) Water Risk Atlas tool 'Aqueduct';
- (z) 'floods' means overflows of large amounts of water beyond its normal limits, caused by increases in mean local sea levels which can be further increased by storm surges and tidal changes, as defined in the European Environment Agency's indicator assessment of 'Extreme sea levels and coastal flooding';
- (aa) 'coastal erosion' is the process by which local sea level rise, strong wave action, and coastal flooding wear down or carry away rocks, soils and/or sands along the coast, as defined in the US government's Climate Resilience Toolkit.
- (bb) 'wildfire' is an unplanned fire that burns in a natural area such as a forest, grassland or prairie and which are often caused by human activity or a natural phenomenon, the risk of which increases in extremely dry conditions such as droughts, as defined in the European Environment Agency's indicator assessment of 'Forest fires'.

APPENDICE III

Case studies internazionali – strumenti finanziari per la transizione

Tipo di green bond	Uso dei proventi	Garanzia del debito	Esempi	Descrizione
Use of proceeds bond	Proventi destinati a progetti verdi	Garanzia a carico dell'emittente: stessa valutazione creditizia applicata ad altre obbligazioni dell'emittente	EIB Climate Awareness Bond (supportato da EIB); NextGenerationEU Bond	EIB Climate Awareness Bond (1) è stato il primo green bond al mondo, emesso nel 2007 dalla BEI. È anche chiamato un "use of proceeds" bond, ossia basato su progetti verdi assegnati esclusivamente a prestiti ammissibili secondo un framework specifico (in questo caso allineati agli ICMA principles). I CAB hanno introdotto l'idea che sia possibile rendicontare gli investimenti effettivi per obiettivo di sostenibilità, collegando più strettamente la finanza all'economia reale. Nel giugno 2021, la Commissione europea ha emesso sul mercato il suo primo bond di debito comune del piano NextGenerationEU (2) per finanziare la ripresa dell'Europa dalla crisi del Covid-19 e dalle sue conseguenze. Al suo esordio come grande emittente di debito sovrano, la Commissione ha raccolto 20 miliardi di euro tramite un'obbligazione a 10 anni con scadenza il 4 luglio 2031. Il portafoglio ordini finale ha superato 142 miliardi di euro, il che significa che le richieste di sottoscrizione sono state 7 volte superiori all'offerta. L'obbligazione ha suscitato un forte interesse da parte degli investitori in Europa e nel mondo, il che ha permesso alla Commissione di ottenere condizioni di prezzo favorevoli.
Use of proceeds revenue bond o ABS	Proventi destinati o rifinanziano progetti verdi	Entrate dell'emittente, come tasse o commissioni, fungono da garanzia per il debito	Hawaii State (supportato da tassa sulle bollette elettriche delle aziende di stato)	Nel 2014, il Dipartimento di Business, Sviluppo Economico e Turismo dello Stato delle Hawaii (DBEDT) ha emesso un totale di 150 milioni di dollari di bond garantiti da attività ("asset-backed securities") a favore degli investimenti verdi, con rating AAA, suddivisi in due tranches (3). La prima tranche da 50 milioni di dollari ha una durata di 8 anni e un tasso di interesse dell'1,467%. La seconda tranche da 100 milioni di dollari ha una durata di 17 anni e un tasso di interesse del 3,242%. Goldman Sachs e Citi hanno agito come bookrunners congiunti. Gli investitori in questi bond sono stati una miscela di investitori di ABS, investitori in titoli municipalizzati e investitori socialmente responsabili. Questi titoli hanno rappresentato i primi green bonds municipali garantiti da asset negli Stati Uniti e sono sostenuti da una Green

				Infrastructure Fee, applicata alle bollette dei clienti di elettricità delle aziende di stato delle Hawaii. Il modello utilizza anche la struttura del "rate reduction bond" utilizzata da molte aziende di servizi pubblici negli Stati Uniti, insieme al "on-bill financing", che è stato utilizzato in altre emissioni di titoli securitizzati green negli Stati Uniti. Il programma di securitizzazione delle Hawaii supporterà prestiti ai consumatori per finanziare l'installazione di pannelli solari e tecnologie connesse.
Project bond	Proventi vincolati a progetto specifico	Garanzia limitata agli asset e al bilancio del progetto	Invenergy Wind Farm (supportato dal progetto eolico di Invenergy Campo Palomas)	Invenergy, una delle più grandi società di energia rinnovabile a livello mondiale a controllo privato, di appartenenza americana, ha emesso nel 2017 obbligazioni verdi di un totale di 135,8 milioni di dollari USA per il progetto eolico Campo Palomas, da 70 megawatt, situato nel Dipartimento di Salto in Uruguay (4). L'emissione faceva parte di una struttura di obbligazioni A/B sotto l'egida dell'Inter-American Investment Corporation ("IIC"), il braccio del settore privato del Gruppo IDB. Le obbligazioni di progetto hanno inoltre ottenuto una certificazione di obbligazioni verdi da DNV-GL.
Securitisation bond (ABS)	Portafoglio di progetti verdi o proventi destinati a progetti verdi	La garanzia si basa su un gruppo di progetti raggruppati insieme (ad es. locazioni di pannelli solari o mutui verdi)	Tesla Energy (bond supportato da locazioni di pannelli solari residenziali); Obvion (supportato da mutui verdi)	Tesla Energy ha emesso diversi ABS bonds (5) sostenuti dai proventi dei sistemi di generazione di energia solare su proprietà residenziali. Il primo bond, emesso nel 2017, ha ricevuto un rating A- da Kroll Bond Rating Agency. L'operazione era garantita dai proventi di un portafoglio di 33.499 contratti di locazione e di acquisto di energia associati a impianti solari fotovoltaici. I contratti di locazione e gli HTM sono stati stipulati da SolarCity. Dal 2017 in poi, Tesla ha emesso in media un ABS bond all'anno. Obvion NV è un fornitore di mutui ipotecari residenziali nel mercato olandese e una società interamente controllata da Rabobank. Nel 2016 ha emesso il primo RMBS (Residential Mortgage Backed Security) 100% verde d'Europa; ciò significa che le attività a sostegno dell'obbligazione sono mutui residenziali legati a case ad alta efficienza energetica. I proventi dell'emissione obbligazionaria finanzieranno questi mutui residenziali verdi. Il portafoglio comprende case ad alta efficienza energetica e case ristrutturate per migliorare le prestazioni energetiche. Nel 2021, Obvion NV ha emesso un altro green bond supportato da mutui verdi all'interno del programma Green STORM (6).

APPENDICE IV

Tassonomia delle problematiche connesse alle cartolarizzazioni “green”

Challenge	Raccomandazione
Mancanza di standard chiari e armonizzati per definire gli 'attivi verdi'	Collaborare con gli operatori di mercato per sviluppare definizioni chiare e coerenti di ciò che qualifica come "verde".
Difficoltà nell'identificare gli attivi verdi nei prestiti esistenti	Fornire supporto finanziario per la raccolta di dati sugli attivi verdi nelle fasi iniziali dei mercati.
Limitata standardizzazione dei contratti di prestito per tipi di attivi a bassa emissione di carbonio pertinenti	Istituire o offrire supporto finanziario a iniziative pubblico-private esistenti e gruppi che lavorano sulla standardizzazione dei contratti di prestito verdi.
Bassi rating di credito per ABS verdi	Offrire garanzie per le tranche junior e mezzanine per rendere attraenti le tranche senior agli investitori istituzionali.
Mancanza di sufficiente volume di prestiti verdi all'interno di un unico istituto di credito	Supportare il magazzinaggio finanziario di prestiti standardizzati. Un'entità magazzino verde può essere istituita come partenariato pubblico-privato o ospitata da una banca di sviluppo locale.
Incerta domanda degli investitori per ABS verdi	Valutare l'integrazione di fattori ambientali nei pesi patrimoniali, favorendo gli investimenti a basso impatto climatico.

APPENDICE V

Case studies internazionali: incentivi fiscali alla finanza privata per promuovere la transizione green

Esistono diversi tipi di incentivi fiscali che i policymakers possono mettere in atto per sostenere strumenti finanziari sostenibili, tra cui l'emissione di green bonds. Gli incentivi possono essere forniti sia all'investitore che all'emittente. Alcuni esempi includono:

- 1. Obbligazioni con credito d'imposta:** gli investitori obbligazionari ricevono crediti d'imposta anziché pagamenti di interessi, in modo tale che gli emittenti non debbano pagare interessi sulle loro emissioni di obbligazioni verdi.

Un esempio di tali obbligazioni nel settore dell'energia pulita è il programma Clean Renewable Energy Bonds (CREBs) e QECBs (Qualified Energy Conservation Bonds)¹⁷⁵ del governo federale degli Stati Uniti. Il programma consente l'emissione di obbligazioni tassabili da parte dei comuni ai fini dell'energia pulita e del risparmio energetico. Il 70% della cedola da parte del comune è fornito da un credito d'imposta o da un sussidio all'obbligazionista da parte del governo federale.

- 2. Obbligazioni a sovvenzione diretta:** gli emittenti di obbligazioni ricevono sconti in contanti dal governo per sovvenzionare i pagamenti netti degli interessi.

Anche questa struttura è utilizzata nell'ambito del programma Clean Renewable Energy Bonds (CREB) e QECB (Qualified Energy Conservation Bonds) del governo federale degli Stati Uniti.

- 3. Obbligazioni esentasse:** attraverso questo tipo di obbligazioni, investitori obbligazionari non devono pagare l'imposta sul reddito sugli interessi derivanti dalle obbligazioni verdi che detengono (quindi l'emittente può ottenere un tasso di interesse inferiore).

Quest'ultimo tipo di incentivo fiscale viene generalmente applicato alle obbligazioni municipali nel mercato statunitense, con l'obiettivo di aumentare i fondi disponibili per le infrastrutture.

Nello specifico, nello spazio delle obbligazioni verdi, un esempio da evidenziare è l'emissione di obbligazioni esentasse per il finanziamento di progetti eolici in Brasile¹⁷⁶. Anche la Cina, il Cile, l'India e parzialmente la Malesia (che si limita alle obbligazioni ABS corporate) applicano incentivi fiscali alle obbligazioni verdi per attrarre investitori.

¹⁷⁵ New Clean Renewable Energy Bonds, [New Clean Renewable Energy Bonds | Department of Energy](#).

¹⁷⁶ Climate Bonds Initiatives, *Tax Incentives for Issuers and Investors*, available at: [Tax incentives for issuers and investors | Climate Bonds Initiative](#).

Table 15					
country	Bond Type	degree of tax exemption	for who	description	relevance for green
Chile	All bonds	Full	Foreign Institutional Investors	Foreign institutional investors are exempt from tax on the bond	Incentive can be replicated for foreign investment into green bonds in particular
India	Muni bonds and selected corporate bonds from public entities	Full	Investors	Tax free bonds issued by public corporations and municipal government	Examples of tax incentives used to encourage investment in a policy priority area.
USA	Muni bonds	Full	Investors	Over 80% of the US muni bond market is tax exempt, with the aim to increase funding for municipalities for infrastructure	Incentive can be replicated to apply to all labelled green bonds with robust green credentials e.g. that comply with set standards
USA	Muni bonds with proceeds for renewables and energy efficiency	Partial	Investors	Qualified Energy Conservation Bonds (QECBs) and Clean Renewable Energy Bonds (CREBs) offer special tax incentives offered for muni bonds with proceeds clean energy and energy conservation	
Brazil	Bonds with proceeds for infrastructure including construction and wind energy	Full	Investors	Tax-free bonds can be issued for large infrastructure investments, construction conglomerates, and wind farm developers	
Malaysia	Corporate ABS bonds	Partial	Issuer	Issuance expenses for asset-backed securities are tax deductible	Incentive can be replicated to cover issuance costs for green ABS in particular, making it cheaper for issuers of green vs non-green ABS

Fonte: Climate Bonds Initiative, International Institute for Sustainable Development, Roadmap for China: Using Green Securitisation, Tax Incentives and Credit Enhancements to Scale Green Bonds, 2016.

Interventi mirati a rafforzare il credito delle obbligazioni

Un altro tipo di incentivo alla crescita di obbligazioni verdi è il diretto **rafforzamento del credito**. Infatti, il potenziale maggiore rischio dei progetti verdi nei quadri di investimento attualmente utilizzati nel mercato potrebbe essere un ostacolo per l'espansione delle obbligazioni. Il motivo per cui questi investimenti a favore del clima spesso non sono altrettanto competitivi in termini di rischio-rendimento rispetto ad altri progetti simili (in settori più consolidati come il petrolio e il gas) è lo stesso che per qualsiasi mercato nelle prime fasi di sviluppo: vi sono rischi sconosciuti associati alle nuove tecnologie.

Intervenire per incrementare il credito delle obbligazioni verdi può avvenire in diversi modi: tramite garanzie dirette al credito, tramite equity o debito subordinato, o attraverso l'uso di una assicurazione.

Al momento, lo standard europeo per le obbligazioni verdi, o European Green Bonds Standard (EU GBS) non prevede interventi diretti mirati a rafforzare il credito. Tuttavia, un esempio di rafforzamento di credito europeo è l'iniziativa Project Bond¹⁷⁷, un'azione congiunta della Commissione europea e della BEI (Banca europea per gli investimenti) volta a promuovere il finanziamento attraverso il mercato dei capitali per progetti di infrastrutture su larga scala nei settori dei trasporti (TEN-T), dell'energia (TEN-E) e delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT).

Questa iniziativa mira a soddisfare le necessità di investimento nell'infrastruttura dell'Unione europea per raggiungere gli obiettivi Europa 2020 in questi settori, che potrebbero arrivare fino a 2 trilioni di euro. L'obiettivo principale è fornire supporto finanziario ai promotori di progetti di infrastrutture idonei, solitamente partenariati pubblico-privato (PPP), per attirare investimenti privati aggiuntivi da investitori istituzionali come compagnie di assicurazioni e fondi pensione. Questo sarà realizzato fornendo un **miglioramento del credito a tali promotori**, suddividendo efficacemente il loro debito in due tranches: senior e subordinata. La parte di debito subordinata, nota come Project Bond Credit Enhancement (PBCE), può assumere la forma di un prestito dalla Banca, con il sostegno della Commissione europea, e viene fornita al promotore all'inizio del progetto. Può anche rappresentare una linea di credito contingente che può essere utilizzata se i ricavi generati dal progetto non sono sufficienti a garantire il servizio del debito senior. Il PBCE sottostante migliora la qualità del debito senior e quindi offre tranquillità agli investitori istituzionali. Le obbligazioni stesse saranno emesse dai promotori e non dalla Banca o dallo Stato membro in questione. Il supporto sarà disponibile durante l'intero ciclo di vita del progetto, compresa la fase di costruzione.

¹⁷⁷ EIB Project Bond Initiative, [Project Bond Initiative \(eib.org\)](https://eib.org/en/projects-and-projects/eib-project-bond-initiative).



THE ITALIAN CLIMATE CHANGE THINK TANK

Questo Policy Briefing è stato curato da:

Mario Noera, Senior Associate finanza, ECCO,
mario.noera@eccoclimate.org

Silvia Ainio, Senior Associate finanza

Beatrice Moro, Senior Policy Advisor finanza, ECCO,
beatrice.moro@eccoclimate.org

Le opinioni riportate nel presente Policy Briefing sono riferibili esclusivamente ad ECCO think tank autore della ricerca.

Per interviste o maggiori informazioni sull'utilizzo e sulla diffusione dei contenuti presenti in questo briefing, si prega di contattare:

Andrea Ghianda, Head of Communication, ECCO
andrea.ghianda@eccoclimate.org

+39 3396466985

www.eccoclimate.org

Data di pubblicazione:
31 ottobre 2023