

# I FINANZIAMENTI “GREEN” NEI SERVIZI AMBIENTALI.

Laboratorio SPL Collana Ambiente

---

## ABSTRACT.

I “Green bond” sono strumenti finanziari che nascono per segnalare agli investitori i progetti accreditati di ricadute ambientali documentate. Gli indicatori di qualità tecnica identificano un percorso credibile di mitigazione dell’impatto che ben si presta ad essere mutuato in finanziamenti “green” al servizio idrico integrato.

*Green Bond are fixed-income financial instruments to raise capital from investors through the debt capital market. They differentiate from regular bonds because the funds collected are exclusively used to finance or re-finance green projects, assets or business activities. Environmental indicators, designed by the technical quality regulation, represent the opportunity for the water sector to unlock sustainable responsible investments and green bonds.*

**Gruppo di lavoro: Donato Berardi, Francesca Casarico, Valeria Mosso, Samir Traini**

REF Ricerche srl, Via Aurelio Saffi, 12, 20123 - Milano ([www.refricerche.it](http://www.refricerche.it))

Il Laboratorio è un’iniziativa sostenuta da (in ordine di adesione): ACEA, Utilitalia-Utilitatis, SMAT, IREN, Veolia, Acquedotto Pugliese, HERA, Metropolitana Milanese, CRIF Ratings, Cassa per Servizi Energetici e Ambientali, Cassa Depositi e Prestiti, Viveracqua, Romagna Acque, Water Alliance, CIIP, Abbanoa, CAFC, GAIA, FCC Aqualia Italia, Veritas, GORI, A2A.

---

## GLI ULTIMI CONTRIBUTI.

- n. 113 - Rifiuti** - L'assimilazione: ostacolo alla concorrenza o opportunità per la gestione integrata?, febbraio 2019
- n. 112 - Acqua** - Le aziende multi-servizio: avamposto industriale nei servizi pubblici locali, gennaio 2019
- n. 111 - Rifiuti** - Economia circolare: senza gli impianti vince sempre la discarica, dicembre 2018
- n. 110 - Acqua** - Pdl Daga: l'acqua ha bisogno di "Industria", dicembre 2018
- n. 109 - Acqua** - Pdl Daga: rinunciare alla regolazione indipendente è una scelta sbagliata, novembre 2018
- n. 108 - Acqua** - Pdl Daga. Costo 20 miliardi: debito o tasse?, novembre 2018
- n. 107 - Acqua** - I fanghi della depurazione: l'acqua entra nell'economia circolare, ottobre 2018
- n. 106 - Acqua** - L'acqua del rubinetto: più sicura, controllata ed economica, ottobre 2018
- n. 105 - Acqua** - La regolazione del servizio idrico: quando l'allievo supera il maestro, settembre 2018
- n. 104 - Rifiuti** - Il ciclo dei rifiuti: tra ritardi e opportunità, settembre 2018

Tutti i contenuti sono liberamente scaricabili previa registrazione dal sito [REF Ricerche](#)

---

## LA MISSIONE.

Il Laboratorio Servizi Pubblici Locali è una iniziativa di analisi e discussione che intende riunire selezionati rappresentanti del mondo dell'impresa, delle istituzioni e della finanza al fine di rilanciare il dibattito sul futuro dei Servizi Pubblici Locali.

Molteplici tensioni sono presenti nel panorama economico italiano, quali la crisi delle finanze pubbliche nazionali e locali, la spinta comunitaria verso la concorrenza, la riduzione del potere d'acquisto delle famiglie, il rapporto tra amministratori e cittadini, la tutela dell'ambiente.

Per esperienza, indipendenza e qualità nella ricerca economica REF Ricerche è il "luogo ideale" sia per condurre il dibattito sui Servizi Pubblici Locali su binari di "razionalità economica", sia per porlo in relazione con il più ampio quadro delle compatibilità e delle tendenze macroeconomiche del Paese.

**Cresce l'attenzione all'integrazione tra crescita economica globale e benessere dei cittadini**

Nel 2018 il premio Nobel per l'economia è stato assegnato a due economisti americani, *William Nordhaus* e *Paul Romer*, che hanno studiato l'integrazione tra cambiamenti climatici, innovazione e analisi economica. Nelle motivazioni dell'Accademia svedese si legge che «le loro ricerche hanno ampiamente allargato lo spettro dell'analisi economica costruendo modelli che spiegano come l'economia di mercato interagisce con la natura e la conoscenza, sviluppando metodi che affrontano alcune delle sfide fondamentali e più urgenti del nostro tempo: combinare la crescita sostenibile a lungo termine dell'economia globale con il benessere della popolazione del pianeta».

**I cambiamenti climatici emergenza dei prossimi decenni**

I cambiamenti climatici rappresentano una sfida ineludibile che il sistema economico mondiale è chiamato ad affrontare nei prossimi decenni. Le conseguenze del riscaldamento globale sono note: dall'innalzamento del livello dei mari, ad una intensificazione di eventi meteorologici estremi, all'avanzare della desertificazione in ampie porzioni del pianeta, alla riduzione delle riserve globali di acqua dolce, alle migrazioni.

**Necessità di una finanza per l'economia reale**

Da più parti emerge la richiesta di una "riconciliazione" tra il modo di produzione capitalistico, basato sul mercato, orientato alla allocazione efficiente delle risorse e vocato alla massimizzazione del profitto, e le istanze di natura ambientale, sociale, di qualità della vita. In questo filone di pensiero, la finanza, quint'essenza del capitalismo, è accusata di aver creato una dimensione di ricchezza sganciata dai progressi dell'economia reale, di aver sostenuto la speculazione.

Sulla scorta di queste critiche, negli anni recenti all'interno delle stesse istituzioni finanziarie si è aperta una riflessione, circa il grado desiderabile di deregolamentazione e circa l'opportunità di introdurre adeguati segnali in grado di "correggere" le degenerazioni e assicurare che le scelte di finanziamento, investimento tengano in adeguata considerazione anche le ricadute ambientali e sociali dei progetti.

**Indici di impatto ambientale e sociale per un nuovo paradigma finanziario**

Si tratta di promuovere un nuovo paradigma finanziario che consenta un uso più efficiente delle risorse disponibili a supporto della sostenibilità e della protezione ambientale. L'auspicio è il sostegno offerto a progetti di investimento a forte impronta ecologica possa coniugare benefici di natura finanziaria con ritorni di natura sociale, ambientale, reputazionali.

**Le istituzioni internazionali e le linee guida della finanza sostenibile**

Le istituzioni internazionali stanno progressivamente adottando misure strategiche per l'affermazione di una finanza sostenibile indirizzata ad attuare gli obiettivi dell'accordo di Parigi sul clima e, nel contesto prettamente comunitario, favorire l'implementazione dell'agenda UE per lo sviluppo sostenibile.

Attualmente, la Commissione Europea (CE) ha promosso l'avvio di un gruppo di lavoro chiamato a definire criteri per la classificazione degli strumenti finanziari sostenibili. Ciò al fine di assicurare chiarezza al mercato e a tutti gli stakeholder, e favorire una maggiore trasparenza circa le modalità di reporting aziendale, ovvero processi divulgativi più efficaci da parte delle istituzioni finanziarie e delle imprese che documentano le modalità con le quali la sostenibilità ambientale (e non solo) viene interiorizzata nelle decisioni aziendali. Si pensi alla diffusione sempre più ampia conosciuta dai bilanci di sostenibilità e al più recente istituto della dichiarazione non finanziaria promossa in ambito comunitario europeo e di recente recepita anche nel nostro Paese<sup>1</sup>.

**Strumenti finanziari con un ritorno sia finanziario sia per la società**

A fronte della crescente pressione esercitata dalle istituzioni e dalla stessa opinione pubblica, negli ultimi anni si è assistito allo sviluppo di strumenti finanziari dedicati alla promozione di investimenti "responsabili e sostenibili", mirati a creare valore non solo per l'investitore finanziario ma anche per la società nel suo complesso: strategie di investimento orientate al medio-lungo termine che integrano valutazioni circa le

1 Decreto legislativo del 30 dicembre 2016, n. 254, in n attuazione della Direttiva 2014/95/UE . La normativa in oggetto recepisce nell'ordinamento nazionale le posizioni da tempo maturate nel contesto europeo, a decorrere dalle Risoluzioni del 6 febbraio 2013 sulla responsabilità sociale delle imprese, con le quali il Parlamento europeo aveva riconosciuto l'importanza della comunicazione al pubblico di informazioni sulla sostenibilità, riguardanti fattori sociali e ambientali, al fine di accrescere la fiducia di investitori e consumatori.

ricadute di natura ambientale e sociale dei progetti. Ciò che contraddistingue questi strumenti finanziari innovativi rispetto a quelli ordinari è tipicamente un impegno circa la destinazione dei proventi a progetti con ricadute ambientali e sociali e il monitoraggio di una serie di parametri e indicatori atti a misurare i progressi compiuti nel tempo.

### INVESTITORI ALLA RICERCA DI PROGETTI "SOSTENIBILI"

**Indicatori ESG: criteri ambientali, sociali e di governance aziendale**

Con il termine "sviluppo sostenibile" si definisce un *modus operandi* caratterizzato dal soddisfacimento dei bisogni economici, ambientali e sociali delle attuali generazioni, senza compromettere quello delle generazioni future<sup>2</sup>. In linea con questa definizione, gli investimenti responsabili e sostenibili (*Sustainable and Responsible Investment, SRI*) coniugano il soddisfacimento dell'esigenza di finanziamento dei progetti a ricadute ambientali, sociali e di buon governo societario (*environmental, social e governance, o ESG*), in un'ottica di medio lungo termine.

**Esistono diverse strategie di investimento responsabili e sostenibili**

Sotto la definizione di investimenti "responsabili e sostenibili" vengono raccolte differenti strategie di investimento (si veda l'Approfondimento). Se fino ad oggi la strategia dello screening negativo è stata quella largamente più applicata, negli anni più recenti si è assistito ad una crescita esponenziale dell'*impact investing*, la selezione di investimenti che devono assicurare non solo un ritorno finanziario agli investitori ma anche un "rendimento" sociale ed ambientale al sistema economico nel suo complesso.

**Il mercato globale dei SRI: più di 20 miliardi di dollari nel 2016 (+25% dal 2014)**

Negli ultimi dieci anni, il mercato degli investimenti sostenibili è cresciuto, registrando nel 2016 un valore superiore ai 20 miliardi di dollari a livello globale, con una crescita del 25% dal 2014 al 2016<sup>3</sup>. La sfida posta dall'accordo di Parigi del 2015 ha sicuramente innalzato l'attenzione sui rischi legati ai mutamenti climatici: istituzioni governative, finanziatori e imprese stanno conferendo maggiore priorità ai progetti di investimento connessi a temi ambientali, e tra questi in primis a quelli afferenti l'efficienza energetica e lo sviluppo di energia rinnovabile. Inoltre, una delle principali ragioni dell'elevata domanda degli investitori coincide con il minore rischio di questo tipo di investimento, risultato dell'allineamento tra i progetti e le aspettative di lungo termine degli stakeholder.

### LE STRATEGIE DI SELEZIONE DEGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI E RESPONSABILI

Il Forum Europeo per gli Investimenti Sostenibili e Responsabili (EUROSIF), un'associazione composta da oltre 400 organizzazioni e principali operatori del settore finanziario, ha identificato le differenti strategie di investimento che possono essere ritenute sostenibili e responsabili (ESG)<sup>4</sup>. Queste metodologie di investimento si sono sviluppate nel tempo e rispecchiano l'evoluzione della cosiddetta finanza sostenibile.

Nella Tabella è riportata una descrizione sintetica di ciascun processo di selezione dei titoli ESG, i quali possono essere adottati da parte degli investitori istituzionali sia in maniera esclusiva sia in sovrapposizione tra di loro: dal più semplice ed immediato criterio di esclusione all'integrazione dei fattori ESG nell'analisi prettamente finanziaria, dalla strategie di *impact investing* a quelle di *corporate engagement* e attivismo da parte della compagine azionaria.

4 European SRI Study 2018, Eurosif

2 Rapporto Brundtland (1987) della Commissione Mondiale sull'ambiente e sullo sviluppo delle Nazioni Unite.  
3 "Global Sustainable Investment Review", Global Sustainable Investment Association (GSIA), 2017

## STRATEGIE SUSTAINABLE RESPONSIBLE INVESTMENTS

<b>Selezione negativa/esclusione</b>	Il filtro negativo impedisce il finanziamento di settori di business che ostacolano uno sviluppo sostenibile. Per esempio, l'industria del tabacco, delle armi e dell'energia nucleare
<b>Selezione positiva</b>	Il filtro positivo favorisce settori relativi all'ambiente e alla natura, alla cultura e alla società. Per esempio, il finanziamento di progetti per la realizzazione di impianti relativi allo sfruttamento di energie rinnovabili, ciclo dei rifiuti, investimenti in sanità e in attività culturali
<b>Selezione su base normativa</b>	Solamente le aziende che risultano in linea con normative internazionali, come i <i>Global Compact Principles</i> e <i>United Nations Convention Against Corruption</i> delle Nazioni Unite, gli standard dell' <i>International Labour Organization</i> e le <i>OECD Guidelines for Multinational Enterprises</i>
<b>Integrazione ESG</b>	Analisi approfondita del comportamento delle aziende in termini di ricadute ambientali, sociali e di governance. Nonostante la riconosciuta difficoltà nell'elaborazione di indicatori relativi a questi aspetti, negli ultimi anni l'utilizzo dei criteri ESG ha visto una forte crescita
<b>Best in class</b>	Gli investitori prediligono le imprese capaci di ottenere i maggiori punteggi in indicatori ESG
<b>Investimenti tematici</b>	La selezione di alcuni specifici temi, strettamente correlati ad uno sviluppo sostenibile. Le tematiche che hanno riscosso un maggiore successo tra gli investitori sono state quelle ambientali, in modo particolare l'efficienza energetica e l'energia rinnovabile
<b>Impact investing</b>	Con questo termine ci si riferisce agli investimenti in grado di generare un ritorno in termini di impatto sulla società e sull'ambiente, senza sacrificare quello finanziario. All'interno di questa strategia di selezione degli investimenti rientrano: 1. <b>Obbligazioni "sostenibili"</b> ( <i>Sustainable Bond</i> ): strumenti finanziari riferiti in via generale, in termini sia di impatto ambientale sia sociale 2. <b>Obbligazioni "sociali"</b> ( <i>Social Bond</i> ): strumenti obbligazionari che mirano specificatamente alla realizzazione di un impatto sociale 3. <b>Obbligazioni "verdi"</b> ( <i>Green Bond</i> ): strumenti obbligazionari che mirano specificatamente a generare ricadute positive di tipo ambientale
<b>Corporate engagement e attivismo azionario</b>	Questo approccio permette di porre una maggiore attenzione alle tematiche sostenibili e di indirizzare dall'interno le imprese a supporto di strategie di lungo termine

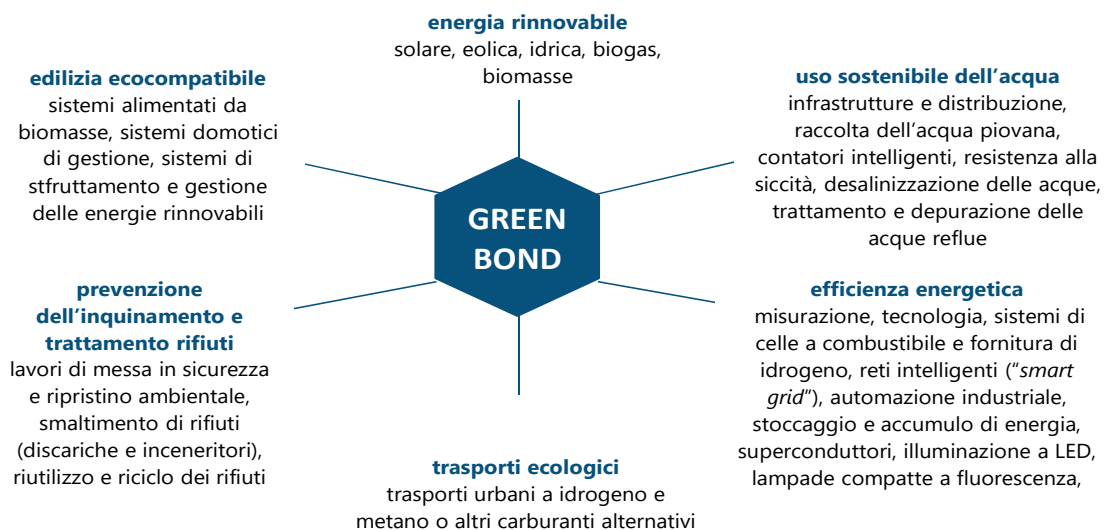
Fonte: "Global Sustainable Investments Review" (GSIA)

## I "GREEN BOND": LA FINANZA AL SERVIZIO DELL'AMBIENTE

**Green bond: bond dedicati alla realizzazione di progetti ad impatto ambientale**

Al pari delle altre tipologie di obbligazioni, i GB sono titoli di debito caratterizzati da cedole, *duration*, scadenza, e il cui prezzo di emissione discende direttamente dall'incontro tra domanda e offerta espressa dal mercato. Si caratterizzano invece per la finalità per la quale possono essere emessi: i progetti finanziabili devono essere legati alla sostenibilità ambientale. Secondo la *Climate Bond Initiative* (CBI) e l'*International Capital Market Association* (ICMA), organizzazioni che promuovono le attività di sensibilizzazione nel mercato obbligazionario globale verso un'economia sostenibile, sono otto le categorie di progetti rientranti nel perimetro dei green bond, come mostrate nella Tabella seguente.

### CATEGORIE DI PROGETTI GREEN BOND



Fonte: "Green Bond Principles 2018" (ICMA)

**Le linee guida dell'ICMA come garanzia dei progetti ambientali**

Il primo GB, il "Climate Awareness Bond", è stato emesso nel 2007 dalla BEI: 600 milioni di euro per realizzare progetti legati specificamente alle energie rinnovabili.

Ciò che contraddistingue il GB rispetto ad un titolo obbligazionario risiede nel fatto che le risorse ricavate dalla sua emissione vengono utilizzate esclusivamente per finanziare progetti con ricadute ambientali, con caratteristiche coerenti con alcuni principi riconosciuti dalla comunità finanziaria internazionale (*Green bond principles*), linee guida disegnate dall'ICMA, la cui adozione avviene su base volontaria da parte degli emittenti<sup>5</sup>.

I GBP sono stati pensati per accompagnare ed aiutare gli investitori nella selezione di titoli obbligazionari destinati a finanziare investimenti ad elevato impatto ambientale positivo e si declinano in quattro fondamentali caratteristiche:

<sup>5</sup> Per un approfondimento si rimanda a "Green Bond Principles, Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds", ICMA, June 2018

- **utilizzo del finanziamento:** un GB, per definizione, deve finanziare progetti volti a apportare benefici in termini di riduzione dell'impatto ambientale;
- **processo di valutazione e selezione del progetto:** è necessario che l'emittente di un GB comunichi agli investitori gli obiettivi ambientali da raggiungere e i processi messi in atto per realizzare tali obiettivi;
- **gestione del finanziamento:** monitoraggio e rendicontazione dell'importo relativo al finanziamento ottenuto;
- **attività di reporting:** informazione periodica agli investitori sull'avanzamento dei progetti finanziati e sul miglioramento degli indicatori ambientali sottesi.

**Aumenta l'attenzione agli investimenti sostenibili da parte di investitori privati**

Grazie alla maggiore trasparenza e alla circolazione di informazioni tra i differenti attori coinvolti, alla dimensione istituzionale si sono progressivamente affiancati soggetti privati come aziende, banche commerciali ed anche enti locali. In relazione al tipo di emittente ed il grado di garanzia, i GB possono essere categorizzati generalmente in quattro tipologie: Corporate GB, GB Statali, Project GB, GB Cartolarizzato.

#### TIPI DI GREEN BOND

Nome	Descrizione
<b>Corporate Green Bond</b>	Emesso da compagnie private che detengono l'esposizione creditizia
<b>Green Bond Statali</b>	Emesso dallo Stato o da Municipalizzate che hanno l'esposizione diretta al rischio
<b>Project Green Bond</b>	Bond il cui rischio è legato specificatamente all'implementazione di un progetto green
<b>Green Bond Cartolarizzato</b>	Bond a garanzia di uno o più progetti green, includendo ma non limitandosi a titoli garantiti. La prima fonte di rimborso consiste nell'emittente, la seconda il pool di asset sottostanti.

Fonte: "Green Bond Principles 2018" (ICMA)

**Elevata domanda grazie alla diversificazione del portafoglio, minore rischio e ricadute positive sull'ambiente**

Se, da un lato, gli organismi internazionali vedono nei GB uno strumento utile per perseguire gli standard ambientali prefissati a livello globale, dall'altra gli investitori cosiddetti socialmente responsabili, la cui operatività è in forte aumento sui mercati finanziari mondiali, sono motivati dall'opportunità di diversificare il proprio portafoglio verso progetti caratterizzati da un minore rischio complessivo (soprattutto laddove valutato su orizzonti di medio-lungo termine), dalla volontà di favorire ricadute sulla società e sull'ambiente, dal desiderio di informare la propria *asset allocation* a valori etici, oltre che interessati a beneficiare di un trattamento fiscale agevolato<sup>6</sup>.

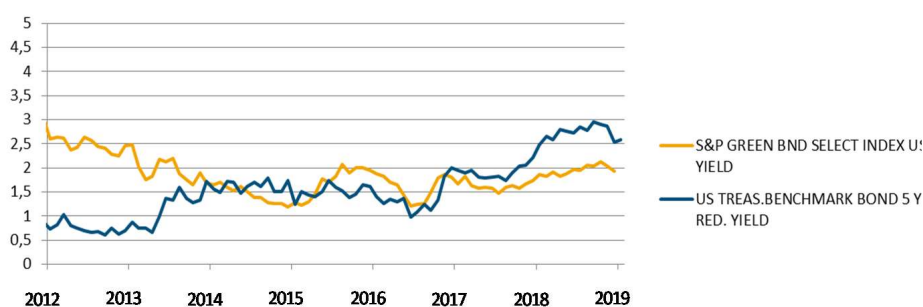
**La maggiore trasparenza diminuisce il costo del credito**

L'integrazione dei fattori ESG, unitamente alla reportistica che documenta l'avanzamento dei progetti finanziati, permette una valutazione del credito più ampia rispetto ad un approccio prettamente finanziario che guarda al merito di credito dell'emittente, e che si traduce in un minore rischio di credito valutato dal mercato.

<sup>6</sup> Così ad esempio nel nostro Paese, la tassazione sul rendimento dei GB è equiparata a quella dei titoli di Stato (12,5%), agevolata rispetto a quella degli strumenti obbligazionari ordinari (26%).

Attraverso questi strumenti gli emittenti possono raccogliere capitali ad un costo inferiore rispetto ad altre tipologie di obbligazioni. Un trend questo che si è accentuato negli ultimi anni: se nel 2012 i GB (inclusi nell'indice S&P GB Select Index) esprimevano tassi di interesse più elevati dei titoli del tesoro americano (US Treasury Benchmark Bond 5 YR), a partire dal 2014 si è assistito ad un allineamento dei tassi tra i due benchmark, per poi osservare l'apertura di un differenziale favorevole ai GB dal 2017, a segnalare verosimilmente sia una maggiore qualità e resilienza degli emittenti sia una crescente domanda di tali strumenti da parte del mercato finanziario, anche in relazione all'integrazione dei criteri nell'ambito della cosiddetta "fiduciary duty"<sup>7</sup> operata dagli *asset manager* nei confronti dei propri clienti.

### RENDIMENTO GREEN BOND E TITOLI DEL TESORO USA A CONFRONTO



### SPREAD FRA I RENDIMENTI GREEN BOND E TITOLI DEL TESORO USA



Fonte: Elaborazioni REF Ricerche su dati Thomson Reuters Datastream

### EMISSIONI DI GREEN BOND: OLTRE I 150 MILIARDI DI DOLLARI

**Mercato in forte crescita: 155 miliardi di dollari nel 2017**

I dati della CBI fotografano un mercato con un forte trend di crescita, con un controvalore che è passato da poco meno di un miliardo di dollari nel 2007 a oltre 155 miliardi di dollari nel 2017. Relativamente alla distribuzione geografica degli investimenti, le emissioni di GB sono riconducibili a trentasette differenti Paesi. Tra questi la Cina ricopre un ruolo determinante, avendo emesso nel solo 2016 un terzo dei GB a livello globale; insieme a Francia e USA ricopre quasi il 60% delle emissioni totali. Nel 2017, in Europa il volume delle emissioni in GB ha superato i 50 miliardi di dollari, circa un terzo della massa gestita a livello globale<sup>8</sup>. All'interno dei diversi Paesi si osserva una distribuzione differenziata dei soggetti emittenti: se in Cina sono le banche la principale categoria di emittente, in Francia sono le emissioni sovrane ad avere un ruolo di prim'ordine.

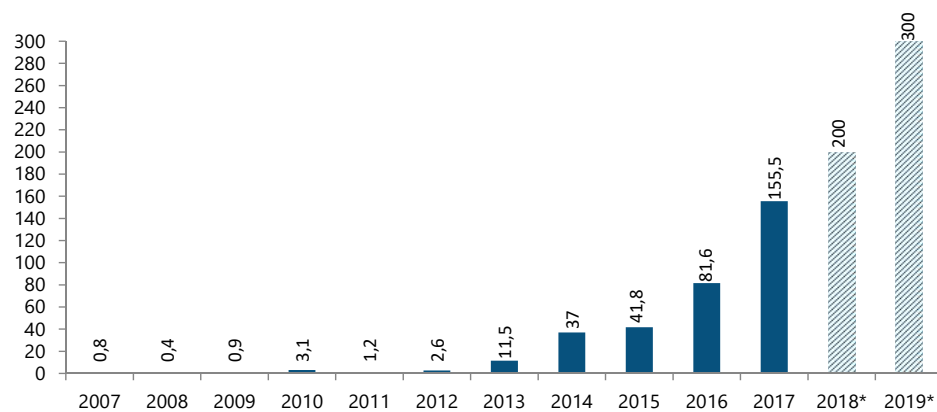
<sup>7</sup> Per Fiduciary Duty si intende il dovere fiduciari imposti ad una persona o un'organizzazione che esercita un potere discrezionale nell'interesse di un'altra persona in circostanze che generano un rapporto di fiducia, ed è particolarmente importante in rapporti connotati da una forte asimmetria informativa. Nel caso di specie si tratta del potere discrezionale degli asset manager di gestire il portafoglio finanziario dei propri clienti nell'interesse unico di questi ultimi. Negli ultimi anni è emerso in seno alla comunità finanziaria un dibattito relativo alla necessità o meno che la Fiduciary Duty tenga conto anche dei criteri ESG per la selezione degli investimenti effettuata nell'interesse dei clienti.

<sup>8</sup> "The Green Bond Market in Europe", Climate Bond Initiative, 2018.



### IL BOOM DEI GREEN BOND

(miliardi di dollari)

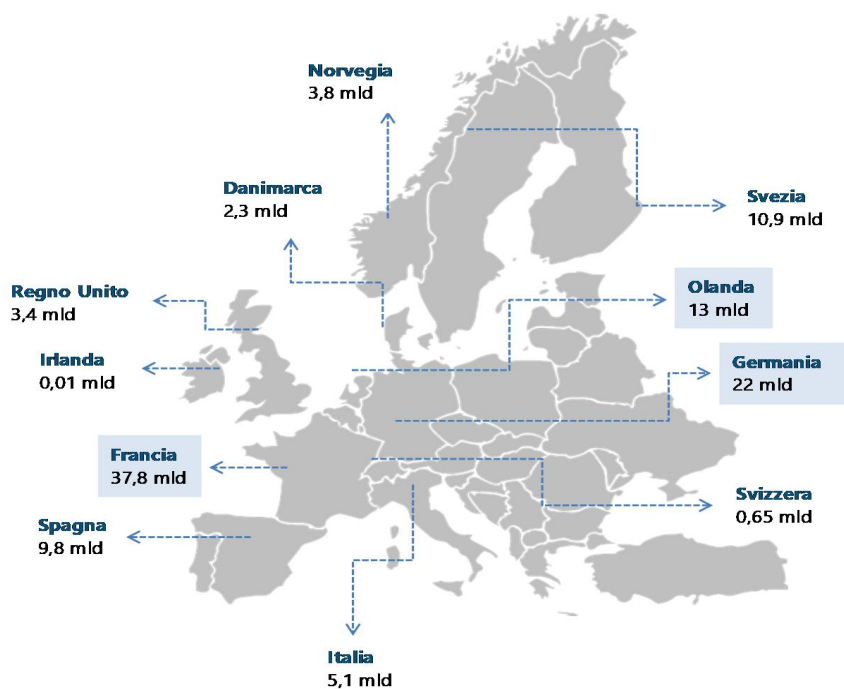


\* stima

Fonte: "Green Bond Highlights 2017" (CBI)

### EMISSIONI DI GREEN BOND IN EUROPA NEL PERIODO 2014 - 2018

(miliardi di dollari)



Fonte: "The Green Bond Market in Europe 2018" (CBI)

## GLI INDICI "VERDI" COME SEGNALE DI CRESCITA DEL MERCATO

**Gli indici di rendimento offrono agli investitori benchmarking sui titoli green**

A partire dal marzo 2014, agenzie di rating e istituzioni finanziarie hanno iniziato a confezionare indici di performance pensati per i GB, come per esempio l'S&P Dow Jones Index e il Bloomberg Barclays MSCI Green Bond Index (si veda l'Approfondimento), per ridurre l'asimmetria informativa tra emittenti e investitori. Alcune tra le più importanti banche di investimento internazionali hanno promosso lo sviluppo di indici verdi proprietari con l'intenzione di offrire un *benchmarking* tra differenti titoli nell'ambito di una strategia di *asset allocation*, assumendo un ruolo rilevante nel guidare la domanda degli investitori verso l'acquisto dei GB.

### GLI INDICI VERDI

Gli indici green permettono di monitorare e valutare l'andamento del mercato dei GB. Per poter rientrare nel perimetro di analisi, i GB devono soddisfare alcuni criteri di ammissibilità. Il Paese di emissione, la natura dell'emittente, la valuta e il tipo di tasso di interesse (fisso, variabile, zero coupon) non costituiscono motivo di esclusione. Invece, gli strumenti finanziari devono essere validati come "green" dalla CBI e devono essere valutati con un rating Baa3/BBB-/BBB o maggiore. Inoltre, il GB deve essere accompagnato da una informativa credibile, come la finalità di utilizzo dell'ammontare raccolto dall'emissione, un report di sostenibilità e documenti di divulgazione.

**Francia, Cina e USA emittenti di GB sovrani**

Tra gli strumenti finanziari innovativi, i GB hanno conosciuto un crescente interesse da parte degli investitori privati e non solo. Anche a livello statale, nazioni come Francia, Cina, Usa e Olanda hanno iniziato ad emettere titoli di stato "verdi" per il finanziamento di progetti infrastrutturali a forte impronta ambientale. Anche nel nostro Paese l'attenzione a questi strumenti sta crescendo, seppur frenata dalle ridotte dimensioni delle imprese, con limitato accesso ai mercati finanziari, e dal conseguente "*divide culturale*" di sensibilità rispetto ai temi ambientali.

**Aspettative di forte crescita: oltre mille miliardi di dollari nel 2020**

Le prospettive di sviluppo del mercato dei GB per gli anni a venire appaiono confortanti: il CBI prevede il raggiungimento di un controvalore di oltre mille miliardi di dollari nel 2020. Nonostante questo, il percorso non è esente da incognite, in particolare riguardo all'esigenza di fornire un inquadramento normativo/istituzionale stabile per evitare che possano rientrarvi anche tipologie di investimento che nulla hanno a che fare con la tutela dell'ambiente.

**Entro il 2019, la CE mira ad adottare degli standard comuni per il mercato green**

In questo senso, a dieci anni dal primo GB emesso della BEI, la Commissione Europea ha evidenziato la necessità di promuovere una tassonomia e degli standard comuni ad integrazione di quelli ad oggi utilizzati secondo prassi nei mercati finanziari globali. L'obiettivo è quello di arrivare entro la fine del 2019 all'adozione di un sistema condiviso di definizioni e classificazioni dei prodotti sostenibili, affidando ad una Autorità esterna ed indipendente il compito "asseverare" l'aderenza dei titoli emessi ai criteri individuati. Questa riforma si inserisce all'interno di obiettivi più ampi di sostegno alle strategie di investimento a basso impatto ambientale (low carbon) e di miglioramento della comunicazione aziendale.

## I "GREEN BOND" NELL'ACQUA E NEI RIFIUTI

Come si può comprendere tra gli ambiti di interesse dei GB e, più in generale di investimenti "sostenibili", rientrano a pieno titolo le infrastrutture al servizio del ciclo idrico e dei rifiuti.

**Indispensabile la capacità organizzativa e finanziaria dei gestori per attrarre capitali**

Il settore idrico, al pari di quello dei rifiuti, rappresenta un terreno di elezione per la promozione e lo sviluppo dei GB, ammesso che i gestori operativi in questi servizi siano dotati di adeguata capacità organizzativa sul piano industriale e finanziario: il primo per esprimere progetti di investimento coerenti con gli obiettivi ambientali sottesi ai GB, il secondo per essere in grado di sviluppare una emissione obbligazionaria credibile.

**La risorsa idrica rientra tra le priorità dei SDGs**

*I Sustainable Development Goals* (obiettivi di sviluppo sostenibile, SDGs) delineati nell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite nel settembre 2015 indicano chiaramente la tutela della risorsa idrica tra gli obiettivi prioritari, unitamente alla riduzione dell'inquinamento delle acque, al contenimento delle perdite, all'aumento del tasso di riciclo e riuso. Questi stessi traguardi appaiono coerenti con gli obiettivi di miglioramento della qualità tecnica recentemente introdotti anche nel nostro Paese<sup>9</sup>. Sembra dunque ragionevole affermare che gli investimenti necessari a sostanziare questo percorso rappresentino un naturale ambito per emissioni di GB.

### I PRINCIPALI SDGs LEGATI ALLA RISORSA IDRICA

Miglioramento qualità dell'acqua riducendo l'inquinamento	Controllo delle pratiche di scarico non controllato	Riduzione al minimo del rilascio di sostanze chimiche
Riduzione al minimo di materiali pericolosi	Diminuzione della % di acque reflue non trattate	Aumento del riciclaggio e del riutilizzo sicuro
Controllo dei sistemi di raccolta dell'acqua	Desalinizzazione	Efficienza idrica
Trattamento delle acque reflue	Tecnologie per riciclo e riutilizzo	Riduzione al minimo dell'acidificazione degli oceani

Fonte: Sustainable Development Goals website

**L'agenda 2030 mira alla creazione di partnership tra realtà pubbliche e private**

I SDGs mirano alla creazione di una visione comune di sviluppo sostenibile tra diverse dimensioni (ambientale, economico e sociale) e tra diversi settori (pubblico e privato). L'Agenda 2030 crea i presupposti per la realizzazione di partnership al fine di sbloccare investimenti, ma ad oggi, è rilevante il gap tra i fondi a disposizione delle differenti istituzioni finanziarie e i governi e l'ammontare necessario per raggiungere gli obiettivi del millennio, calcolato dalla Banca Mondiale per circa 2,5 trilioni.

<sup>9</sup> ARERA, deliberazione 27 dicembre 2017 917/2017/R/idr. Per un approfondimento sulla regolazione della qualità tecnica del SII in Italia si rinvia al Contributo n.103, "Qualità Tecnica: Investimenti avanti adagio", Laboratorio SPL, Luglio 2018.

**Il ruolo cruciale della finanza privata e l'esempio di CDP**

In quest'ottica, la finanza privata gioca un ruolo fondamentale nella promozione di uno sviluppo economico responsabile. Anche il nostro Paese, con Cassa Depositi e Prestiti (CDP) ha avuto un ruolo proattivo nell'accelerazione dello sviluppo sostenibile.

A gennaio 2019, CDP e *United Nations Development Programme* (UNDP) hanno formalizzato la loro collaborazione per attuare iniziative congiunte tra Paesi al fine di individuare, indirizzare e finanziare progetti di investimento. CDP si definisce, infatti, nel Piano Industriale 2019 - 2021 "volano per lo sviluppo sostenibile", impegnandosi per diventarne leader in Italia. Tra le linee di intervento che la banca ha ritenuto prioritarie vi sono:

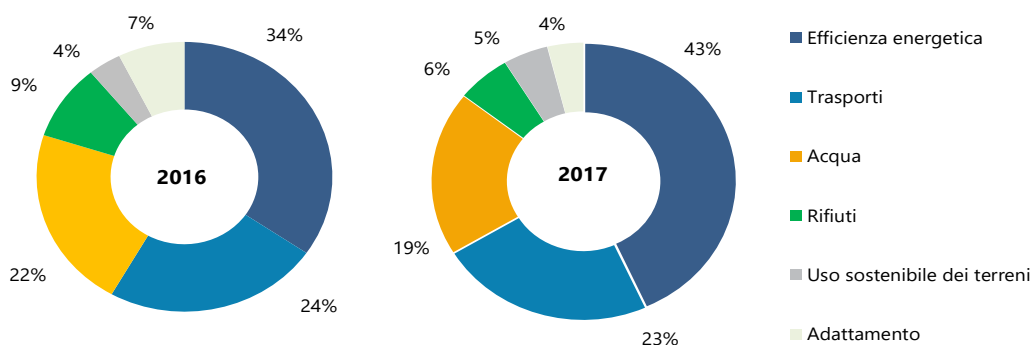
- la definizione di target per il piano strategico in linea con l'Agenda 2030;
- l'integrazione dei criteri ESG nell'operatività del Gruppo;
- misurazione e rendicontazione dell'impatto sociale e ambientale di singoli interventi;
- l'integrazione di principi di sostenibilità nel modello organizzativo e di governance.

**Energie rinnovabili e efficienza energetica attraggono la maggior quota di capitali**

Gli ultimi dati disponibili sulle emissioni dei GB (2017) mostrano come più della metà del volume totale del mercato sia ascrivibile a progetti relativi alle energie rinnovabili (33%) e al miglioramento dell'efficienza energetica (29%). Il servizio idrico risulta comunque protagonista con il 13% del mercato globale dei GB, mentre il settore della gestione dei rifiuti urbani esprime appena il 4%.

**I SETTORI MAGGIORMENTE COINVOLTI**

(dati a livello globale)



Fonte: "Green Bond Highlights 2017" (CBI)

**La World Bank ha supportato il servizio idrico con l'emissione di un Water Bond**

A livello internazionale, lo sviluppo dei GB nel settore idrico ha trovato un valido supporto nell'operato della World Bank (Banca Mondiale, WB), che, in occasione della *World Water Week* dell'agosto 2018, ha varato una emissione di GB (o meglio di un *Water Bond*) settennale per un controvalore di un miliardo di corone svedesi. Il bond, con scadenza 2025 e rendimento annuale dello 0,625%, è il primo finanziamento di WB dedicato alla gestione sostenibile del servizio idrico, delle strutture igienico-sanitarie, degli oceani, dei mari e delle risorse marine. Il *Water Bond* ha trovato una accoglienza favorevole da parte degli investitori internazionali, i quali si sono dimostrati "consapevoli dell'esigenza critica di proteggere l'acqua, la nostra risorsa più preziosa, e di assicurare un futuro sostenibile"<sup>10</sup>.

**Canali dedicati ai gestori idrici anche da BEI e CDP**

In questi settori, l'emissione di titoli "verdi" sta emergendo chiaramente come opportunità nei finanziamenti rivolti alle gestioni industriali anche nel nostro Paese, sostenuta dalle istituzioni creditizie a mandato infrastrutturale, come la Cassa Depositi e Prestiti (CDP) e la Banca Europea degli Investimenti (BEI).

<sup>10</sup> Parole pronunciate da Arunma Otegh, vicepresidente e tesoriere della Banca Mondiale, a commento dell'emissione dei Water Bond.

BEI ha avviato un canale dedicato ai gestori industriali non quotati con l'*Italian Small Water Utilities Programme Loan*, per mezzo del quale, come vedremo, ha concesso finanziamenti ai gestori del servizio idrico di taglia media previa verifica circa il rispetto di indicatori di natura ambientale e sociale.

**Nel 2018 la BEI ha emesso un GB per 500 milioni di euro**

Nei mesi scorsi (settembre 2018) BEI ha proseguito il percorso iniziato undici anni prima, finanziando nuovi progetti di sostenibilità ambientale che per la prima volta si sono focalizzati in modo esclusivo al finanziamento di progetti afferenti la tutela delle risorse idriche europee. La BEI ha emesso un GB da 500 milioni di euro, con scadenza 2026 e rendimento fisso annuale dello 0,375%. Il settore idrico è stato indicato come prioritario, sia per la rilevanza strategica, sia per l'esperienza maturata da BEI nella rendicontazione di indicatori di impatto ambientale per il settore. Per sostenere i piani di investimento nel settore idrico italiano, nel 2017 BEI ha aperto un canale specifico di finanziamento per le utility italiane operanti nel servizio idrico denominato *Italian Small Water Utilities Programme Loan*.

**Requisiti di impatto ambientale indispensabili per ottenere finanziamenti GB**

L'analisi dei requisiti richiesti ai gestori per accedere al finanziamento evidenzia chiare analogie con i criteri di definizione dei GB. BEI richiede ai gestori di documentare il rispetto di indicatori di natura ambientale, e analizza, nel corso della propria due diligence, anche le ricadute per la salute e sicurezza, la solidità tecnica degli investimenti presentati e la loro sostenibilità finanziaria. Sono richieste certificazioni in termini di sistemi di gestione della qualità, della sicurezza e della salute dei lavoratori<sup>11</sup>.

Inoltre, i gestori devono assicurare l'ottemperanza delle direttive europee<sup>12</sup>, rendendo pubblicamente disponibili tutte le informazioni sulla programmazione e l'avanzamento del progetto.

**Italian small water utilities loan di BEI**

Da Novembre 2017, hanno beneficiato di questo canale di finanziamento dedicate aziende come Brianzacque (ATO Monza Brianza), Amap (ATO Palermo), Gaia (ATO 1 Toscana Nord), Acque Veronesi (ATO Veronese) e ASA (ATO 5 Toscana).

#### FINANZIAMENTI BEI "ITALIAN SMALL WATER UTILITIES PROGRAMME LOAN"

Gestore	Regione	Finanziamento	Progetti
Brianzacque	Lombardia (ATO Monza Brianza)	50 milioni	Pozzi d'acqua, estensione e riqualificazione di reti di acquedotto e fognatura
Amap	Sicilia (ATO Palermo)	20 milioni	Piano di Gestione del Distretto Idrografico della Sicilia
Gaia	Toscana (ATO 1 Toscana Nord)	30 milioni	Trattamento e distribuzione dell'acqua Interconnessione delle reti
Acque Veronesi	Veneto (ATO Verona)	30 milioni	Interventi lungo tutta la filiera idrica: acquedotto, fognatura e depurazione
ASA	Toscana (ATO 5 Toscana)	30 milioni	Collettamento e depurazione delle acque

Fonte: Banca Europea degli Investimenti

11 Certificazione ISO 9001; Certificazione ambientale 14001; Certificazione Ohsas 18001

12 Direttiva 2000/60/CE (Direttiva Quadro sulle Acque - DQA) e Direttiva 2001/42/EC

## ITALIA: LA FINANZA GREEN PER IL SETTORE IDRICO

**Italia: 12° posto in emissione dei GB**

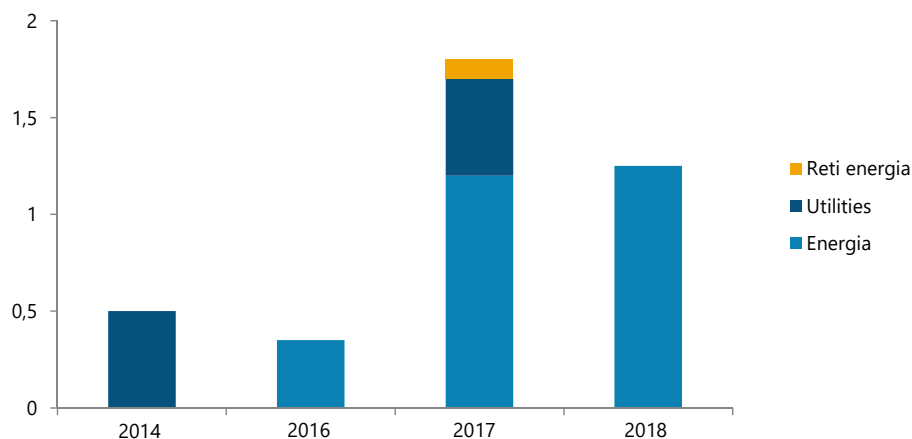
Nel 2017, l'Italia ha raggiunto la 12° posizione nella classifica mondiale per volume di green bond emessi. Il buon risultato italiano testimonia la crescente diffusione di questo strumento: tra il 2014 e l'inizio del 2018 sono stati raccolti 5,1 miliardi dei quali più della metà solo nel 2017<sup>13</sup>.

**Aziende private, enti pubblici e istituzioni finanziarie attive nel mercato dei GB**

Anche in Italia, gli attori coinvolti sono molteplici: circa l'80% dei volumi è rappresentato da emissioni di aziende private, il 12% da enti pubblici e il restante 10% da istituzioni finanziarie. I progetti in ambito energetico (efficienza, energia rinnovabili, eccetera) assorbono una quota predominante (77%) delle emissioni.

### LE COMPAGNIE IN CAMPO ENERGETICO PROTAGONISTE DEL MERCATO ITALIANO

(miliardi di euro)



Fonte: "The Green Bond Market in Europe 2018" (CBI)

**Nel 2014 HERA è stata la prima multiutility italiana a emettere un GB**

Hera è stata la prima multiutility italiana ad affacciarsi a questo mercato, con l'emissione di un green bond da 500 milioni con scadenza a 10 anni e cedola al 2,375% nel 2014. Il finanziamento è destinato a progetti di sostenibilità ambientale, come la produzione di energia da fonti non fossili, il miglioramento dell'efficienza energetica, interventi negli impianti di depurazione delle acque, l'incremento della raccolta differenziata e la minimizzazione del ricorso alle discariche. L'emissione green è risultata molto apprezzata, soprattutto da investitori stranieri (fondi di investimento francesi, inglesi e tedeschi), che hanno sottoscritto circa il 75% dell'ammontare.

13 Fonte: [Climate Bond Initiative](#)

## DESTINAZIONE DEI FONDI RICEVUTI DA HERA

(milioni di euro)

Destinazione	Raccolta totale	Numero di progetti
Incremento della produzione di energia da fonti non fossili	57,1	10
Incremento dell'efficienza energetica	219,1	7
Incremento dell'utilizzo di termovalorizzatori per il trattamento rifiuti	173,2	4
Miglioramento degli impianti di depurazione acque	31,9	4
Incremento della raccolta differenziata e riduzione dell'utilizzo di discariche	18,8	1
<b>Totale</b>	<b>500</b>	<b>26</b>

Fonte: sito aziendale HERA

### CAP ha destinato le risorse ottenute a fanghi di depurazione e acque reflue

Nel 2016, CAP Holding, gestore del servizio idrico integrato della Provincia di Milano, ha emesso un green bond per 40 milioni di euro, per finanziare i progetti di recupero/smaltimento dei fanghi di depurazione e per il trattamento delle acque reflue, previsti dal piano industriale 2017-2020. L'obbligazione green con scadenza 2024 offre un rendimento annuo del 1,98%.

### IREN a efficienza energetica, fonti rinnovabili, rifiuti e acque reflue

Nel 2017, IREN, multiutility attiva nei servizi energetici e ambientali delle regioni Liguria, Piemonte e Emilia-Romagna, ha emesso un green bond per 500 milioni di euro, a scadenza decennale, e un rendimento del 1,50%. Anche in questo caso, l'emissione è stata positivamente accolta dal mercato, registrando una domanda complessiva di circa 2,2 miliardi, quattro volte superiore all'ammontare offerto. IREN utilizzerà il finanziamento in progetti afferenti l'efficienza energetica (efficienza del teleriscaldamento), le fonti rinnovabili (nuovi impianti fotovoltaici e mini-idroelettrici), l'efficientamento del ciclo dei rifiuti (minore utilizzo di risorse naturali e contenimento delle emissioni), investimenti nella depurazione delle acque reflue. Più di recente, nel settembre 2018, IREN ha concluso l'emissione di un secondo green bond, per 500 milioni di euro, dedicato alla realizzazione degli investimenti "verdi" previsti dal Piano Industriale 2022.

### CDP si è focalizzata sulla necessità di infrastrutture nel SII

Per sostenere il miglioramento delle infrastrutture idriche italiane, Cassa Depositi e Prestiti (CDP) nel 2018 ha chiuso l'emissione obbligazionaria di un Sustainability Bond di 500 milioni di euro, scadenza nel 2023 e una cedola annuale del 2,125%. Tale operazione si inserisce all'interno di un quadro che vede l'idrico come settore ad elevato fabbisogno di investimenti.

In particolare, i proventi di tale emissione saranno utilizzati da CDP per il finanziamento/rifinanziamento di prestiti destinati all'ammodernamento e alla realizzazione delle infrastrutture idriche del Paese, contribuendo a colmare il deficit infrastrutturale che caratterizza il settore. Con riguardo alla tipologia di investitori, il 37% della domanda è arrivata da istituzioni bancarie, il 29% da fondi di investimento, il 22% da assicurazioni e il 12% dalle banche centrali; il 60% della domanda totale proveniva da investitori stranieri.

### Altri bond, non ufficialmente "green", nel servizio idrico

Tra il 2016 e il 2017 anche SMAT, MM e Cap Holding hanno emesso bond per finanziare interventi nel settore idrico. Pur non trattandosi di bond "green" in senso proprio, si tratta di finanziamenti volti a realizzare interventi strategici a tutela della risorsa idrica, che portano a ridurre l'impatto ambientale e a far crescere il territorio in modo sempre più sostenibile. Proprio per la sua interdipendenza con l'ambiente il settore idrico rientra naturalmente tra i settori di elezione dei finanziamenti "green", come visto più sopra.

14 Si tratta nello specifico della posa dell'Acquedotto di Valle Orco che migliorerà l'approvvigionamento idrico nel Rivarolese, Eporediese e Canavese, la realizzazione del Collettore Mediano di Torino che attraversa tutta la Città e l'ammodernamento con tecnologie innovative dell'Impianto di Potabilizzazione del Po che fornisce il 25% della città di Torino.

Nello specifico, SMAT ha emesso un bond nel 2017 da 135 milioni di euro destinato al supporto finanziario di tre investimenti strategici destinati a migliorare l'approvvigionamento idrico, la realizzazione di collettori fognari e l'ammodernamento con tecnologie innovative degli impianti di potabilizzazione<sup>14</sup>.

MM ha emesso nel 2016 un bond da 100 milioni di euro per finanziare l'ammodernamento della rete idrica, la sua messa in sicurezza, la ricerca e l'innovazione tecnologica, l'adozione di soluzioni volte ad assicurare la sostenibilità ambientale delle infrastrutture, per l'acquedotto, le fognature e la depurazione.

I bond emessi da Cap Holding tra il 2016 e il 2017, per un totale di 45 milioni di euro, sono invece volti a finanziare progetti del servizio idrico legati alla circular economy, quali il recupero di nutrienti ed energia dagli impianti di depurazione, la produzione di biometano dalle acque reflue, il recupero di fertilizzanti e di fosforo dai fanghi di depurazione.

Inoltre, prima dell'avvio del programma *Italian Small Water Utilities Programme Loan*, tra il 2014 e il 2017, rilevanti finanziamenti BEI, sopra i 50 milioni di euro, sono stati ottenuti da SMAT (100 milioni), Cap Holding (70 milioni), Veritas (50 milioni), Publiacqua (50 milioni), MM (70 milioni), Brianzacque (50 milioni), Acquedotto Pugliese (200 milioni). Ad inizio 2019 anche Abbanoa ha ottenuto un finanziamento BEI da 200 milioni.

## CONCLUSIONI

**L'Agenda 2030 e gli SDGs tracciano le linee guida di uno sviluppo sostenibile**

Disegnare nuove traiettorie per uno sviluppo più sostenibile e inclusivo. E' questo l'impegno che la comunità internazionale delle Nazioni Unite ha voluto codificare in obiettivi e in una Agenda di lavoro 2030. Gli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs) pongono la tutela della risorsa idrica in cima alle priorità di azione, al pari della riduzione dell'inquinamento delle acque, del contenimento delle perdite idriche e del riciclo/riuso delle acque reflue.

La finanza sostenibile è oggi chiamata a sostenere questa direzione di lavoro, offrendo sostegno ai progetti che incarnano questa Agenda.

**I GB certificano le ricadute ambientali di un investimento**

I "Green bond" sono strumenti finanziari che nascono per segnalare ai finanziatori i progetti di investimento accreditati di ricadute ambientali documentate, i cui esiti possono essere apprezzati e rendicontati nel corso del tempo.

Questi strumenti finanziari, catalizzano in misura crescente l'attenzione degli investitori, in particolare di natura istituzionale, che vi destinano quote crescenti delle risorse gestite, per segnalare la propria attenzione ai temi ambientali, per ridurre la propria esposizione al rischio, e anche per i vantaggi fiscali di cui questi strumenti beneficiano.

**Gli indicatori di qualità tecnica permettono al SII di accedere al mercato dei finanziamenti green**

Gli investimenti del servizio idrico rappresentano un ideale candidato, in particolare per la quota destinata a mitigare le ricadute ambientali dell'operato delle gestioni. Gli indicatori di qualità tecnica, recentemente codificati, identificano un percorso credibile di miglioramento, incentivato e sostenuto dalla regolazione economica, che ben si presta ad essere mutuato nell'ambito di finanziamenti "green".





## ALLEGATO.

AREE DI INTERESSE INDICATORI ESG		
Ambientale	Sociale	Governance
Biodiversità e uso del territorio	Sicurezza sul lavoro	Meccanismi di responsabilità
Emissioni di carbonio	Rapporti con la comunità	Struttura e dimensione del CdA
Rischi di cambiamento climatico	Rapporti con i consumatori	Corruzione e frode
Uso dell'energia	Diversità	Compensi e bonus
Energie rinnovabili	Rapporti di lavoro	Struttura di controllo
Approvvigionamento materie prime	Sanità	Diritti degli azionisti
Rischi regolamentari e legali	Gestione delle risorse umane	Trasparenza
Supply Chain Management	Diritti umani	Procedura di voto
Rifiuti e riciclaggio	Ricerca e Sviluppo responsabile	
Gestione delle acque	Processi decisionali aziendali	
Urbanizzazione	Privacy	
Sicurezza alimentare	Sicurezza dei dati	
Deforestazione		

Fonte: "Your Guide to ESG Reporting" (London Stock Exchange)