

7 giugno 2021

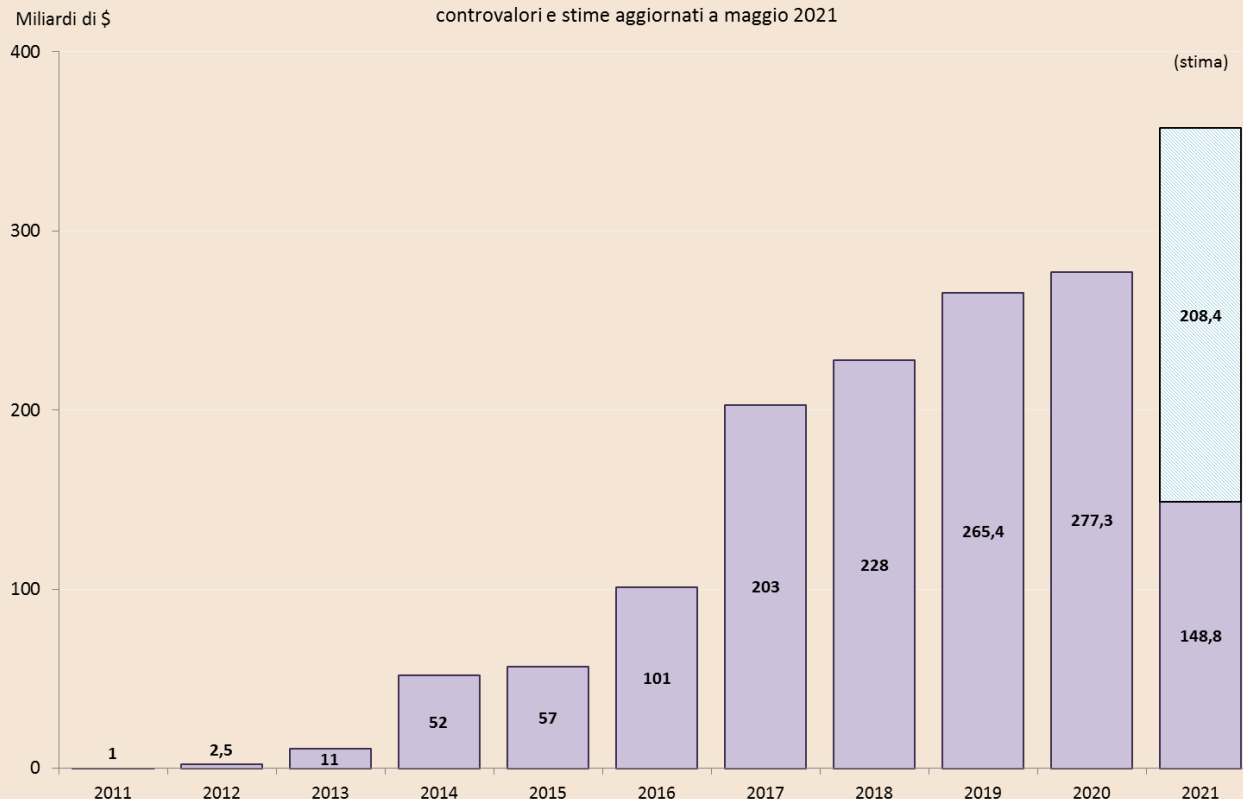
UNO STANDARD GLOBALE PER GLI INVESTIMENTI VERDI: SI PUÒ FARE

di Marcello Minenna

La corsa degli obbligazioni verdi non si ferma. Neanche l'effetto dirompente della pandemia è riuscito a scalfire il *trend* ascendente delle emissioni di *green bonds* a livello globale (cfr. Figura 1). Nonostante le attese di un declino dei controvalori collocati per il 2020, si è confermata la crescita del settore per via di un terzo quadrimestre in forte accelerazione. Le previsioni per il 2021 sono rosee: in 5 mesi sono stati emessi 149 miliardi di \$, circa il 100% in più rispetto allo stesso periodo del 2020. Con questi ritmi, anche la più recente stima di 360 miliardi di \$ per l'anno in corso potrebbe essere superata con facilità.

GREEN BONDS - EMISSIONI ANNUALI

controvalori e stime aggiornati a maggio 2021



Fonte: Climate Bonds Initiative

L'ascesa di una tassonomia internazionale delle obbligazioni verdi

Il successo straordinario dei *green bonds* si fonda su uno standard globale di certificazione ben strutturato, il cui funzionamento è coordinato dal consorzio globale della "Climate Bond Initiative" (CBI), una costola dell'ICMA (l'*International Capital Market Association* che è portavoce e referente globale degli emittenti di *bond*).

Il "codice verde" per gli investimenti *green* definisce procedure trasparenti in grado di identificare: la destinazione d'uso dei proventi, i processi di valutazione e selezione dei progetti, la loro gestione ed il successivo *reporting* al mercato. I titoli che soddisfano questi *standard* vengono certificati come *green* dall'ICMA, un riconoscimento che funge da garanzia contro comportamenti fraudolenti finalizzati a perseguire un ambientalismo puramente di facciata (il c.d. *greenwashing*) da parte di industrie inquinanti.

La chiave di volta del codice verde (CBI) è la c.d. "tassonomia verde" per classificare le attività produttive oggetto di finanziamento attraverso obbligazioni *green* (cfr. Figura 2). La tassonomia elenca tutte le attività che contribuiscono alla transizione energetica, come la generazione di energia rinnovabile o la produzione di auto elettriche e definisce puntualmente dei requisiti tecnici specifici per ogni settore necessari al fine di ottenere la certificazione verde.

Come si può notare, per gran parte dei settori economici i criteri tecnici di certificazione sono già approvati e stanno contribuendo al forte sviluppo di questi strumenti finanziari. Rimangono scogli importanti intorno ai quali le controparti non riescono a raggiungere ancora un accordo su criteri condivisi (settore dell'aviazione o dell'industria nucleare) ma nel complesso la tassonomia CBI si è dimostrata uno strumento molto efficace.

Figura 2



Il trend globale nello sviluppo di tassonomie verdi

Prendendo spunto dall'esperienza del codice verde CBI, sempre più governi stanno lavorando a degli standard normativi e tassonomici in grado di regolamentare gli investimenti in un settore in forte espansione.

Gli Stati membri dell'Unione Europea (UE) sono stati i primi paesi al mondo a varare nel 2020 una “nomenclatura verde” trasversale a diversi mercati: la tassonomia UE riconosce che un'attività economica non può essere considerata sostenibile indipendentemente dal sistema più ampio in cui opera. Essa è adattabile all'evoluzione delle conoscenze e delle tecnologie, nonché

all'adeguamento dei percorsi di transizione delle attività economiche verso la sostenibilità. Secondo l'OCSE (l'organizzazione delle economie industrializzate), la tassonomia dell'UE è unica per il livello di dettaglio dei requisiti di conformità richiesti per ogni tipologia di attività economica.

L'OCSE ritiene che la tassonomia dell'UE sia l'unico sistema di norme che collega obiettivi ambientali molteplici in maniera sistemica attraverso il principio generale del "*Do No Significant Harm*" (DNSH). In altri termini, le iniziative poste in atto da un'attività di impresa per rispettare ciascuno degli obiettivi ambientali non deve danneggiare le opportunità di raggiungimento degli altri. Allo stesso tempo solo la tassonomia dell'UE regolamenta alcuni settori manifatturieri "delicati" al centro di vasti reti di interessi economici come il cemento, l'acciaio, l'alluminio, i prodotti chimici e l'idrogeno. Inoltre la tassonomia comunitaria copre anche le categorie c.d. "di transizione", cioè i settori industriali che ad oggi non sono a basse emissioni di carbonio (come quello del gas), ma in cui gli obiettivi di miglioramento delle prestazioni ridurranno l'entità delle emissioni.

In ogni caso, anche la nomenclatura europea presenta tutt'ora ampie lacune in termini di settori non coperti, come quelli dell'aviazione e della salute recentemente messi sotto i riflettori a seguito delle conseguenze economiche della pandemia.

La tassonomia dell'UE è solo una parte – anche se centrale – di un movimento globale verso la standardizzazione della rendicontazione delle *performance* ambientali.

La Cina utilizza dettagliate tassonomie come guida normativa per l'emissione di obbligazioni *green* e per le linee guida sul credito verde per le banche. Canada, Malesia e Emirati Arabi Uniti sono nella fase esplorativa, mentre altri mercati (*in primis* l'India) rimangono nelle prime fasi di sviluppo.

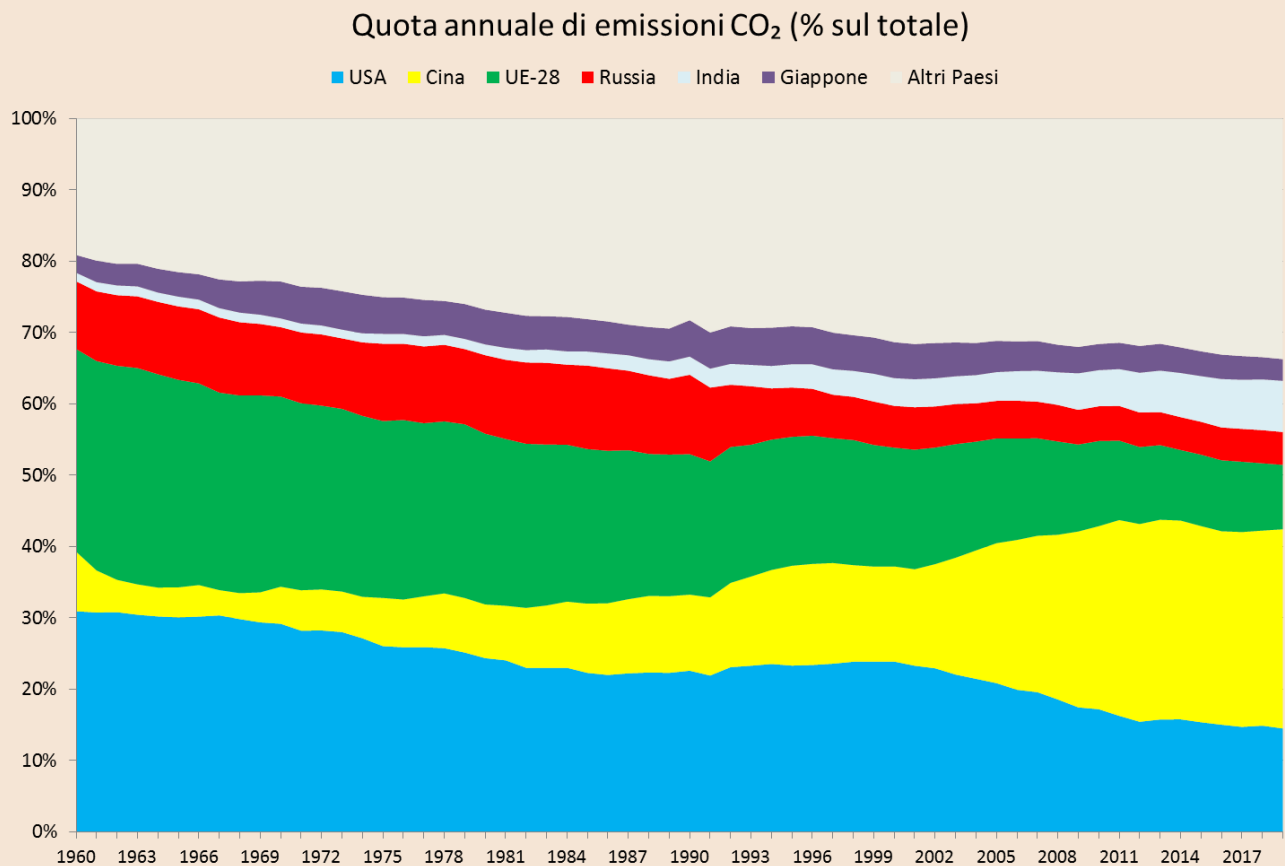
L'OCSE ha identificato una comunanza di approccio tra le varie tassonomie finora adottate per le energie rinnovabili e gli edifici verdi, dove le metriche e le soglie tra le definizioni di ambito sono simili. Al contrario, in altri settori come

la produzione e il trasporto di energia non rinnovabile, la copertura settoriale è simile tra le giurisdizioni ma i criteri di inclusione tendono a differire. In quasi tutti gli approcci esaminati, le tassonomie sono binarie (verde/non verde), sebbene a livello teorico siano possibili distinguo più sottili.

Il percorso verso una tassonomia verde globale

Un rapporto pubblicato di recente dal *think tank* europeo Bruegel evidenzia come una transizione energetica che si limitasse all'ambito europeo non farebbe molto per mitigare il riscaldamento globale, poiché l'UE rappresenta meno del 10% delle emissioni globali di gas serra (cfr. Figura 3) ed il suo peso è in costante contrazione rispetto ad altre macro-aree geografiche.

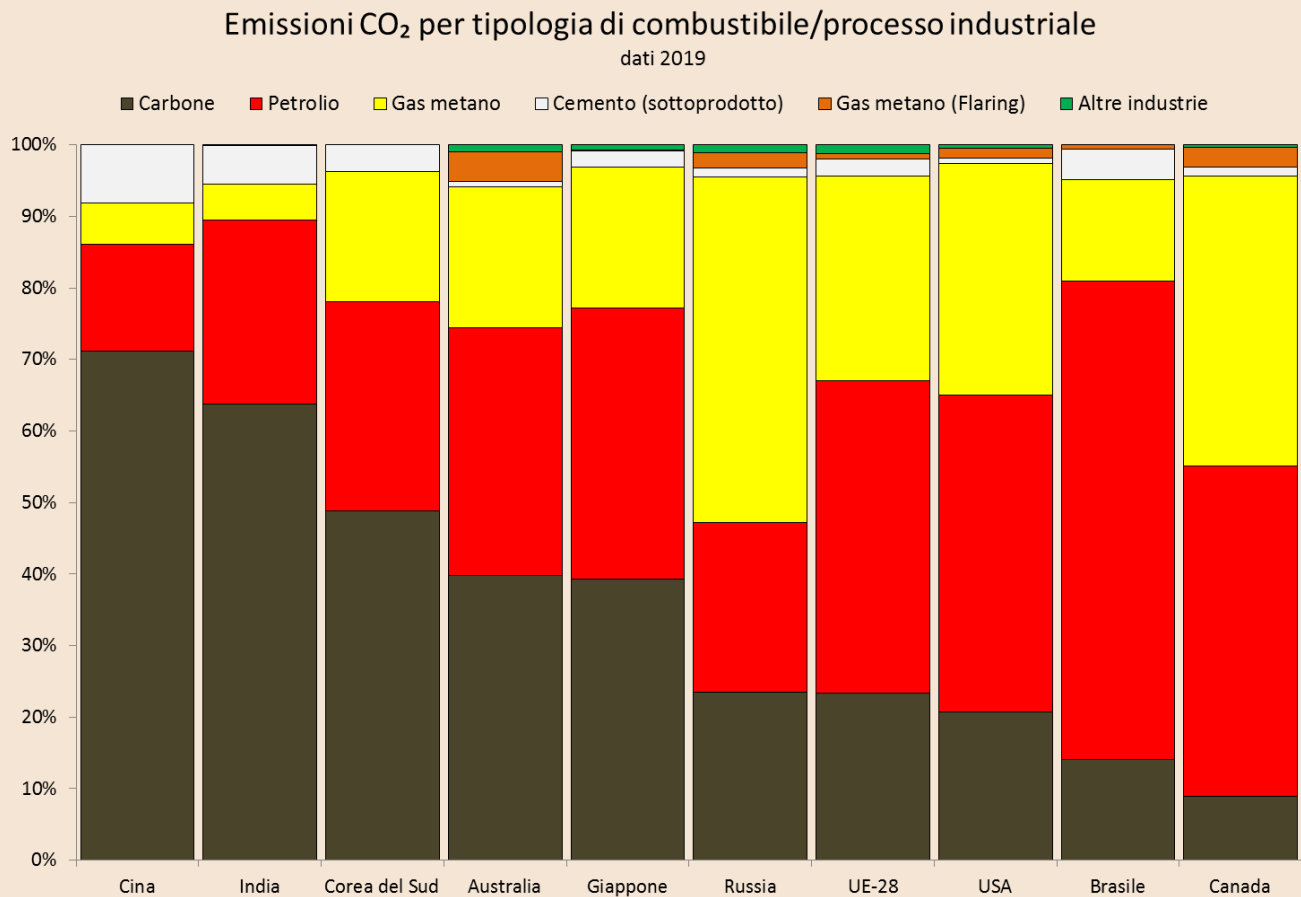
Figura 3



Fonte: Global Carbon Project

Questo fenomeno non dipende soltanto da un più contenuto tasso di crescita del PIL delle economie europee e da standard di protezione dell'ambiente più alti, ma anche da differenze strutturali nell'*energy mix* di riferimento (cfr. Figura 4).

Figura 4



Fonte: Global Carbon Project

Infatti il contributo di forme di energia ad alto tasso di intensità di CO₂ come il carbone (barre marroni) è basso per l'UE, a differenza delle grandi economie asiatiche dove prevalgono le fonti di energia "sporche".

Se gli sforzi europei spostassero semplicemente le emissioni di gas serra dell'UE verso i suoi *partners* commerciali, lo scenario non sarebbe incoraggiante: non si avrebbe alcun impatto sui cambiamenti climatici o addirittura la situazione peggiorerebbe. Un eccessivo impegno "individuale" può trasformarsi in un

boomerang per la competitività dei paesi UE rispetto ad altre grandi economie perché richiede un extra-assorbimento di risorse (pensiamo al grosso peso della *green economy* come destinataria dei fondi di *Next Generation EU*, il piano di ripresa dell'Europa) rispetto a paesi meno virtuosi sulla questione climatica.

Peraltro, senza una vera tassonomia globale, i mercati potrebbero diventare frammentati, bloccando la crescita dei finanziamenti per gli obiettivi climatici ed ambientali. Ad esempio, allo stato attuale i costi per la certificazione di *green bonds* rispetto ad una pletora di standard internazionali possono arrivare ad incidere fino allo 0,2% del prezzo di emissione. Questo crea una massiccia inefficienza del mercato, rendendo il costo degli investimenti verdi più alto rispetto a quelli tradizionali.

In questa prospettiva, la piattaforma internazionale per la finanza sostenibile (IPSF, un forum inter-governativo di alto livello per la discussione di temi ambientali) ha avviato un gruppo di lavoro dedicato alle tassonomie verdi co-presieduto da Cina e UE. Gli obiettivi del gruppo sono quelli di confrontare in modo completo le tassonomie esistenti per gli investimenti sostenibili sviluppati da autorità pubbliche dei paesi membri, identificando punti in comune e differenze nei rispettivi approcci, criteri e risultati.

Entro giugno 2021 l'IPSF dovrebbe pubblicare un'analisi sistemica (*Common Ground Taxonomy*, CGT) che mostrerà i punti in comune tra le tassonomie esistenti a livello globale. Questa CGT, negli auspici, dovrebbe costituire un punto di riferimento comune unico per la definizione di investimenti sostenibili nelle giurisdizioni IPSF pertinenti, contribuendo a ridurre i costi di transazione ed agevolando i flussi transfrontalieri di capitale verde.

Nonostante questi apprezzabili progressi, il percorso verso uno standard veramente globale resta tortuoso, vista l'enormità degli interessi economici in gioco.

A livello teorico, molti analisti sostengono che una tassonomia rigida potrebbe frenare la crescita di tecnologie verdi innovative e diversificate. Tassonomie con

definizioni troppo rigide possono limitare l'accesso ai finanziamenti e rallentare la transizione energetica. Una tassonomia definisce infatti le attività sostenibili esaminando ogni singola tecnologia in vari settori e può avere difficoltà a catturare la diversa gestione della stessa tipologia di attività in economie fortemente eterogenee, caratterizzate da dotazioni asimmetriche di capitale naturale (ad es. la scarsità d'acqua). Secondo questa corrente di pensiero, ci sarebbe il rischio di effetti dannosi se industria e governi cercassero di affrontare problemi complessi attraverso la lente unica della tassonomia globale.

Di conseguenza bisognerebbe favorire principi che consentano di definire ciò che è verde, piuttosto che definire il verde attraverso le tecnologie. Tassonomie più flessibili (per regione o paese) possono essere più adatte a generare innovazione, espandere il mercato e raggiungere gli obiettivi in modo redditizio e sostenibile a lungo termine.

Sembrano obiezioni molto ragionevoli. Anche se i massimalisti - sostenitori della necessità di uno standard unico globale - evidenziano come questi raffinati distinguo consentano alle *lobby* energetiche di tenere la discussione su un ambito strettamente teorico e di ritardare qualsiasi intervento di concertazione concreto. I mutamenti climatici dovrebbero ricordarci che è il tempo la vera risorsa scarsa.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali