

8 marzo 2020

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | L'ANALISI

# GLI INVESTIMENTI VERDI E LA GIUNGLA DELLA BUROCRAZIA EUROPEA

di Marcello Minenna

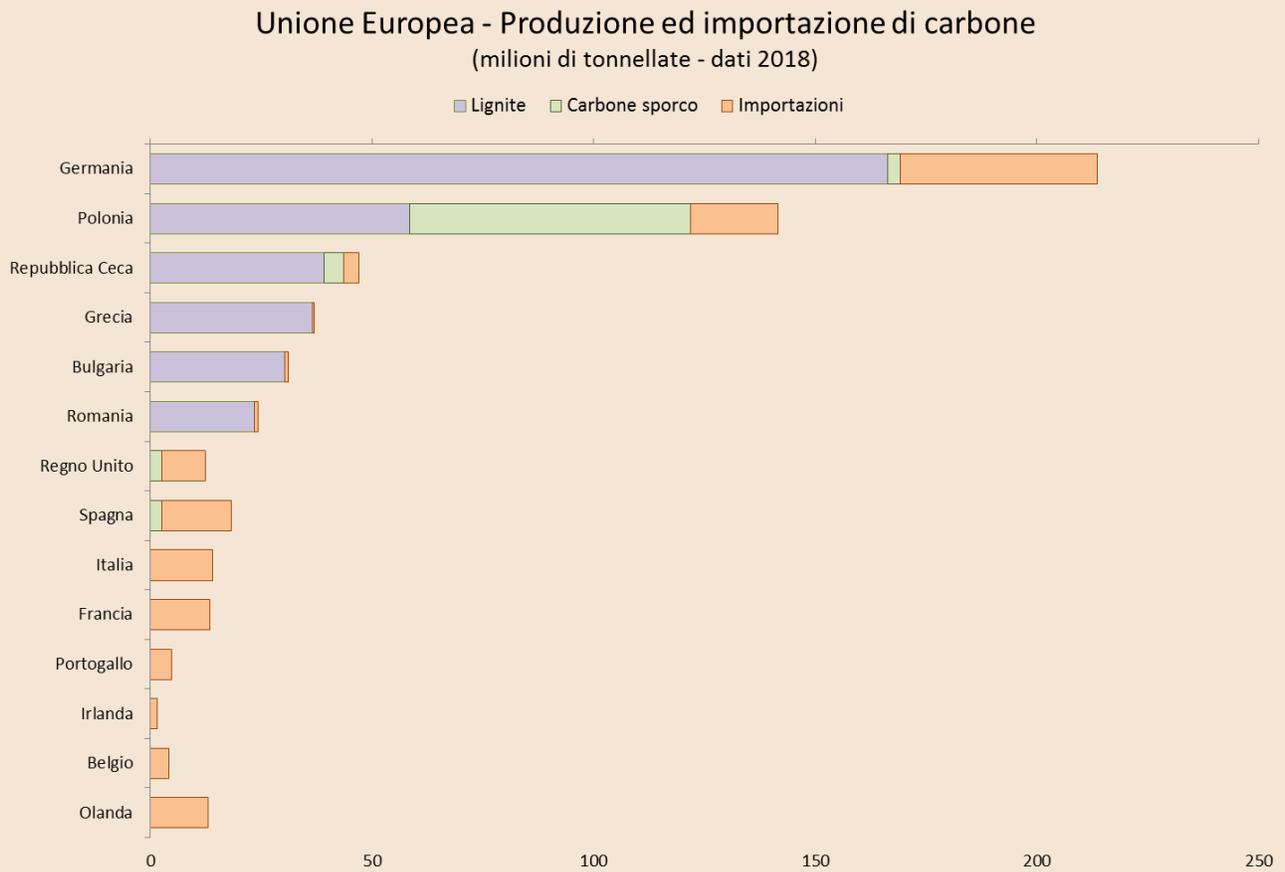
Gli Stati membri dell'Unione europea e il Parlamento europeo hanno finalmente adottato la c.d. "tassonomia verde" per classificare gli investimenti sostenibili, dopo aver raggiunto un laborioso accordo a gennaio 2020 su un lungo elenco di attività economiche. Una volta entrato in vigore nel corso dell'anno, la Commissione europea potrà utilizzare la tassonomia per determinare quali investimenti finanziari possano fregiarsi dell'etichetta di "sostenibile".

Questa tassonomia è la spina dorsale del pacchetto normativo della Commissione sulla finanza verde, che ha l'ambizioso obiettivo di "riorientare i flussi di capitali verso investimenti verdi, al fine di conseguire una crescita sostenibile e inclusiva". La Commissione spera che il nuovo schema di etichettatura affronterà il problema delle *corporations* che mettono in atto comportamenti fraudolenti finalizzati a perseguire un ambientalismo puramente di facciata (il c.d. *greenwashing*).

Il nuovo codice definisce puntualmente ed elenca tutte le attività che contribuiscono alla transizione energetica, come la generazione di energia rinnovabile o la produzione di auto elettriche. Nelle fasi preliminari ci sono stati dibattiti intensi sull'opportunità di una potenziale inclusione dell'energia nucleare o del gas naturale e su una graduazione delle attività attraverso "sfumature di verde" anziché adottare un draconiano sistema binario.

In coerenza con la nuova nomenclatura, la Banca europea per gli investimenti (BEI) ha deciso di cancellare i suoi portafogli di prestiti destinati ad attività connesse di combustibili fossili nel 2019. Carbone e gas hanno ancora un ruolo rilievo all'interno dell'approvvigionamento e della produzione energetica di un non trascurabile numero di Paesi dell'Unione (in particolare del Nord-Europa, cfr. Figura 1).

Figura 1

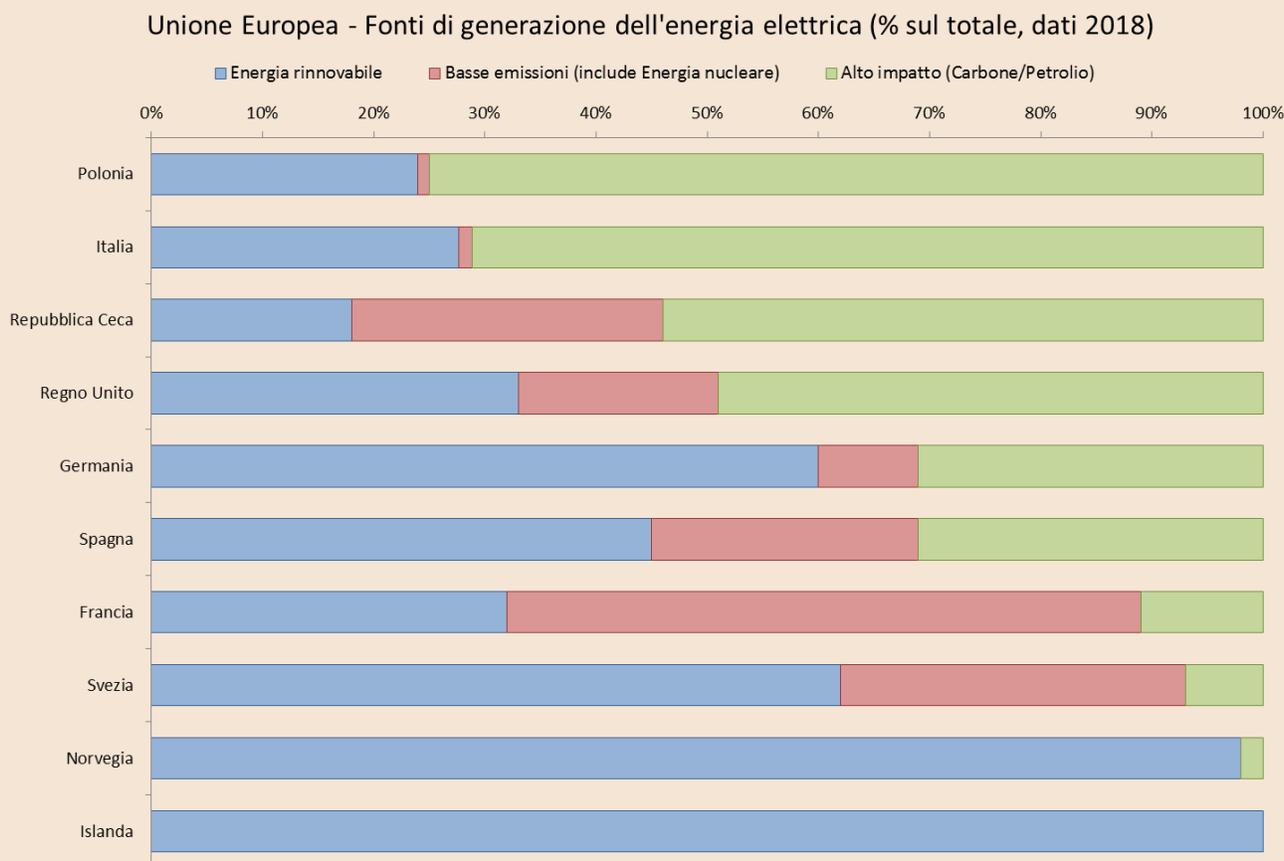


Fonte: European Association for Coal and Lignite

In particolare, i nuovi criteri di prestito della BEI in ottemperanza dell'accordo di Parigi impediscono il finanziamento di progetti che non prevedono nessuna forma di "sequestro" (cioè immagazzinamento sotterraneo) della CO2 prodotta. Ciò terrebbe

ancora in campo lo sviluppo di giacimenti di gas naturale dove le nuove tecniche di de-carbonizzazione sono ad uno stadio di sviluppo avanzato. La Commissione sta tutt'ora discutendo di una nuova direttiva sulla de-carbonizzazione del gas, che riguarderebbe maggiormente i Paesi più coinvolti nella produzione di questo tipo di energia (barre rosse, cfr. Figura 2).

Figura 2



Fonte: The European Portal for Energy Efficiency

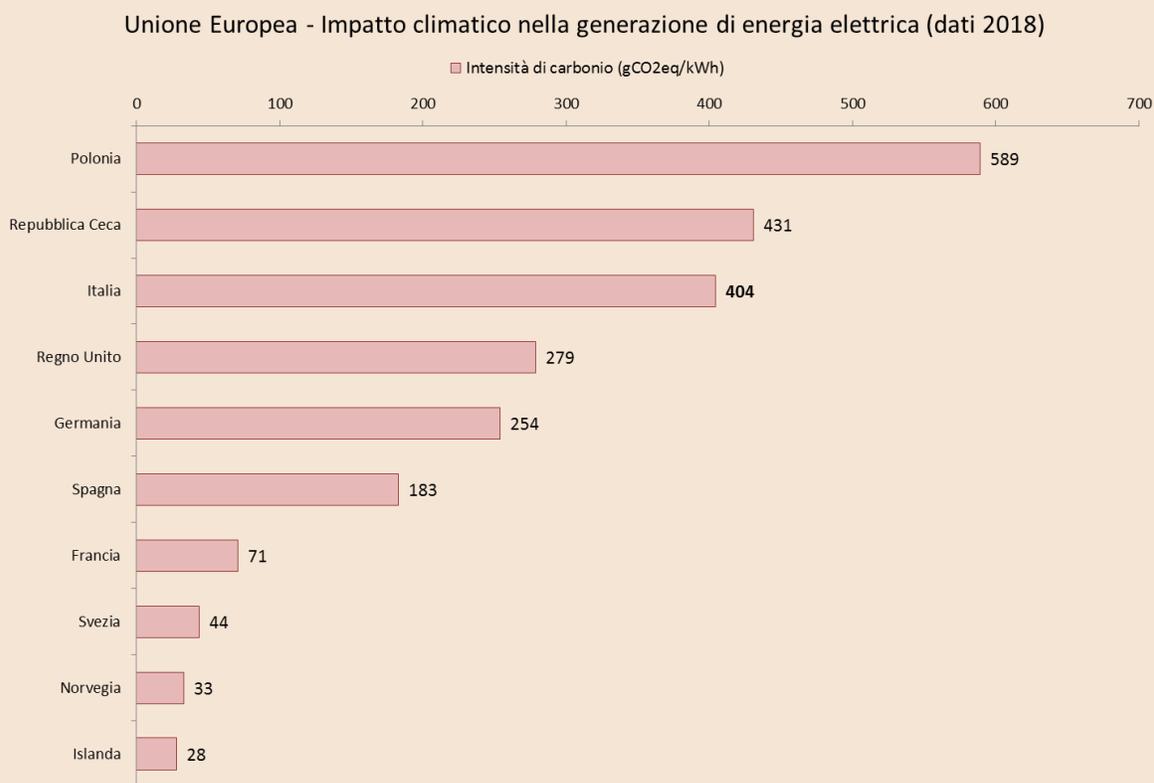
Costruire il sostegno per la nuova strategia ambientale della UE è stato un processo lungo e complesso: un accordo è apparso in grave dubbio alla fine dell'anno scorso di fronte alle obiezioni della Germania. Entro il 2025 la metà dei prestiti dovrebbe essere destinata ad attività *climate-friendly* ed altri obiettivi ambientali chiave stabiliti dalla nuova tassonomia.

Gli investimenti BEI nei trasporti potrebbero pagare lo scotto maggiore: i gruppi ambientalisti insistono infatti sul fatto che la BEI non può pretendere di essere conforme allo spirito degli accordi di Parigi ed al varo del piano sull'energia pulita della Commissione Europea mentre continua a finanziare aeroporti e autostrade.

Sul tema dell'entità dei fondi disponibili, la BEI ha annunciato a novembre che avrebbe mirato a mobilitare 1.000 miliardi in 10 anni. A gennaio 2020 la Commissione ha assunto un impegno analogo nell'ambito del piano di investimenti per l'Europa sostenibile (*Sustainable European Investments Plan - SEIP*), in cui il ramo esecutivo dell'UE afferma di voler sbloccare 1.000 miliardi per finanziare il *Green Deal*. La Commissione intende realizzare tale impresa stanziando all'incirca 500 miliardi dal bilancio a lungo termine dell'UE e integrando con gli investimenti generati dal suo programma InvestEU. Ma nel complesso si tratta realmente di 2.000 miliardi? No. C'è effettivamente una sovrapposizione tra i due piani, visto che la BEI finanzia a sua volta il 75% di InvestEU.

I paesi ad alta intensità di CO2 come Repubblica Ceca e Polonia possono aspettarsi un livello più elevato di co-finanziamento BEI (cfr. Figura 3). Normalmente, la banca stabilisce un livello intorno al 50%, ma salirà al 75% per un gruppo ristretto di 10 Stati membri. La crescita del livello di assistenza e di liquidità non dovrebbe minare la redditività di lungo periodo degli investimenti che si aggira intorno al 100% ed è tra i fattori che contribuiscono al mantenimento della tripla A nel merito di credito.

Figura 3



\*L'intensità di carbonio per ogni Paese rappresenta l'impatto calcolato in termini di grammi equivalenti di anidride carbonica a fronte di un 1 kWh prodotto da diverse fonti.

A fronte di questa significativa mobilitazione delle burocrazie comunitarie, la proliferazione normativa sta mostrando tuttavia diversi punti di debolezza.

*In primis*, l'idea di una tassonomia esaustiva delle attività verdi lascia perplessi: la nuova normativa non discrimina i progetti sulla base delle reali necessità di *funding* delle imprese. Riorientare i flussi verso determinate categorie di investimenti può dare benefici pieni solo se esiste effettivamente una cronica carenza di finanziamenti: *de facto* non tutte le attività elencate nella tassonomia sono necessariamente sotto-finanziate. La crescita delle attività *environment-friendly* può essere limitata da molti fattori, come la mancanza di un mercato di sbocco, un contesto fiscale sfavorevole o ostacoli di carattere tecnologico. In questa prospettiva, come autorevolmente sostenuto dall'economista Stan Duprè, la carenza di *funding* può essere più l'effetto che non la causa del mancato sviluppo di un progetto *green*.

Peraltro la necessità di *funding* spesso sorge solo nel momento in cui il progetto deve crescere di dimensioni, passando da una fase pilota basata su capitali propri all'accesso al credito (*private equity*, ad esempio). Un aumento lineare dei fondi verso tutte le attività verdi secondo la tassonomia EU, potrebbe paradossalmente provocare una diluizione del supporto verso attività che già funzionano ed indurre una bolla speculativa su progetti meno validi che non avrebbero le "gambe" per sostenersi autonomamente.

Inoltre l'approccio caldeggiato dalla Commissione si concentra su prodotti finanziari obbligazionari o strutturati utili ad ottenere capitale, nell'ipotesi che più denaro possa permettere un maggiore raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. Vale la pena considerare come ci siano strade alternative percorribili per ottenere questi obiettivi: ad esempio, le coalizioni di azionisti si sono rivelate decisive nell'imporre un cambio di passo nell'agenda ambientale delle grandi *corporations*.

Un approccio tassonomico-burocratico, sbilanciato solo verso l'emissione e commercializzazione di obbligazioni *green*, porta con sé altri rischi impliciti. Al 40% degli investitori *retail* europei che si preoccupano dell'impatto ambientale dei loro risparmi potrebbero essere sistematicamente offerti prodotti inadatti. L'eccessiva burocratizzazione inoltre potrebbe impedire la concorrenza, creando barriere all'ingresso per vere strategie di investimento a impatto ambientale basso.

Su altre iniziative in discussione inoltre, non c'è piena condivisione di vedute all'interno delle istituzioni europee. L'idea di una *golden rule* sugli investimenti verdi che preveda che gli Stati membri possano volontariamente sostenere le spese relative a progetti

cofinanziati dall'UE difficilmente uscirà dalla fase del dibattito. Questi investimenti aggiuntivi in progetti "verdi" dovrebbero sperabilmente essere dedotti dal calcolo del disavanzo pubblico. Tuttavia un gruppo di 14 Stati membri ed anche parte della Commissione guidata dal Commissario Dombrovskis sono rimasti contrari, affermando che le norme attuali offrono già sufficiente flessibilità e gli Stati membri dovrebbero organizzare meglio le priorità di bilancio.

Più apprezzata dai falchi della Commissione è l'idea di autorizzare una malleva di "supporto verde" per le banche. Si tratta in sostanza di una riduzione dei coefficienti di *risk-weighting*, cioè delle riserve da appostare a compensazione del rischio assunto per investimenti in attività ritenute sostenibili. Dunque una misura di stimolo per il sistema bancario piuttosto che per i governi, vista la diffidenza diffusa verso la gestione governativa degli investimenti. Anche se – occorre rimarcare – nulla vieta che una possibile bolla sugli investimenti verdi non possa gonfiarsi anche attraverso il canale bancario.

Più aperture non convenzionali arrivano dal Commissario europeo per il mercato interno, Thierry Breton: al fine di agevolare la transizione energetica – un processo che potrebbe durare anche 20-30 anni – si suggerisce il ricorso ad obbligazioni di lungo termine anche cinquantennali emesse dalla BEI o dai governi che dovrebbero sperabilmente essere acquistate dalla BCE attraverso una rimodulazione del *Quantitative Easing* ([una proposta analoga a quanto avevo avanzato su queste pagine qualche mese fa](#)); questo debito potrebbe usufruire di una specifica versione della *golden rule* ed essere scorporato dal debito complessivo. In sinergia, secondo il Commissario dovrebbe essere varata un'imposta sulla produzione di CO<sub>2</sub>, che sarebbe equivalente ad un dazio all'importazioni su beni prodotti da Paesi che non includono i costi ambientali all'interno del prezzo di vendita. I proventi sarebbero utilizzati per agevolare la transizione energetica. Questa imposta avrebbe il pregio di riequilibrare la competitività delle aziende che si adeguano ai più alti standard di sostenibilità ambientale.

Si tratta comunque di prese di posizioni teoriche, che non hanno fatto breccia nel processo burocratico di produzione delle norme dell'UE. Forse l'emergenza che sta attraversando l'economia europea in queste settimane e la sfida di trovare degli stimoli efficaci in grado di contrastare un *double-shock* sia alla domanda che all'offerta sarà utile a rivedere rapidamente l'agenda delle istituzioni comunitarie.

Le opinioni espresse sono strettamente personali @MarcelloMinenna