

RISPARMIO/4 La corsa della finanza green è sottostimata, ma si rischia di drogare il mercato a favore della speculazione. Servono regole più stringenti per le emissioni sostenibili, chiede Minenna (Dogane)

Verde a rischio bolla

di Angela Zoppo

La finanza green sta crescendo a ritmo esponenziale: si stima che dal 2025 le emissioni dei soli green bond potranno toccare il trilione di dollari l'anno. Volumi simili sono previsti per le obbligazioni *sustainability-linked*. Con una tale accelerazione il rischio di finire fuori strada è alto. Ecco perché, secondo Marcello Minenna, economista e direttore generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli, è urgente mettere ordine attraverso interventi regolatori e normativi, come spiega in questa intervista a *MF-Milano Finanza*.

Domanda. Trova verosimili le previsioni del mercato sul boom della finanza sostenibile?

Risposta. La realtà è che ai ritmi attuali qualsiasi previsione di crescita del mercato è una sottostima incapace di cogliere la reale espansione del fenomeno. Quindi non mi sorprenderebbe che i controvalori attesi possano essere raggiunti in molto meno tempo, anche in pochi mesi. Pur seguendo con attenzione il mercato Esg non ho percepito subito l'accelerazione nelle emissioni dei *sustainability linked loan-bond* degli ultimi due o tre mesi. Certo è che a un occhio di ex-regulator «addestrato» a riconoscere alcuni andamenti anomali non sfugge che questi ritmi di crescita possono essere compatibili con una bolla speculativa, che per definizione è destinata a non durare a lungo.

D. Come si può arginare questo rischio senza compromettere gli investimenti delle imprese nella sostenibilità?

R. Bisogna intervenire tempestivamente sulla normativa dei *sustainability linked loan-bond* ed equiparare il livello di rigore e trasparenza informativa con i più classici *green-social-sustainability bond*, che hanno a mio parere funzionato molto bene nel ren-



Marcello Minenna, classe 1971, è un economista esperto in matematica finanziaria. Laurea in Bocconi e Master alla Columbia University, oggi è direttore dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli. In precedenza è stato direttore dell'Ufficio Analisi Quantitative e Innovazione Finanziaria della Consob e chair della Task Force MiFID2 del Comitato per l'Analisi Economica e dei Mercati (Cema) presso l'Esma. Minenna è Cavaliere della Repubblica oltre che autore di numerose pubblicazioni.

dere le pratiche di *greenwashing* molto difficili. Nel momento in cui si rende l'arbitraggio normativo non più conveniente per le imprese si vedranno naturalmente i ritmi di crescita di queste categorie di strumenti sgonfiarsi a livelli più fisiologici senza interventi drastici e soprattutto senza colpire il regolare funzionamento del mercato.

D. In che modo è possibile individuare chi fa *greenwashing*?

R. Chiaramente sul *greenwashing* vale il classico consiglio «prevenire è meglio che curare»: bisogna rendere le maglie dei requisiti informativi e di trasparenza abbastanza stringenti da scoraggiare in partenza qualsiasi tentativo di entrare sul mercato Esg solo per accaparrarsi fondi a basso costo, senza progettualità di miglioramento a lungo termine della sostenibilità. A mio avviso quando i volumi di emissione erano più bassi e il mercato più limitato questa strategia di prevenzione ha funzionato in modo eccellente. Ora con l'espansione del mercato e delle categorie di investimento la sfida per i regolatori si fa notevolmente più impegnativa.

D. Quanto influisce sulle strategie finanziarie delle imprese la possibilità di ridurre il costo dell'indebitamento?

R. Indubbiamente le nuove strutture finanziarie dei *sustainability linked loan-bond* stanno consentendo un'espansione della platea dei richiedenti fondi, che possono accedere a flussi di finanziamento abbondanti e a basso costo e beneficiare di una generosa flessibilità nella gestione dei proventi. Quindi sì, credo che l'opportunità di una riduzione consistente dei costi di funding sia un driver essenziale della crescita esponenziale che stiamo sperimentando.

D. Il campione dei *sustainability bond* è Enel, ma di recente anche Eni ha lanciato la sua prima obbligazione indicizzata agli obiettivi di decarbonizzazione.

Come valuta la svolta verde del Cane a sei zampe?

R. I *sustainability-linked bond* sono strutture finanziarie specifiche per le esigenze di imprese impegnate in attività che spesso non sono propriamente green e che avrebbero dei problemi oggettivi a rispettare la rigorosa normativa a cui sono assoggettati i canonici *green e sustainability bond*. Quindi in parte l'utilizzo di questi strumenti è un passaggio obbligato per la transizione ambientale generalizzata di questi grandi gruppi industriali. Il punto è che allo stato il mercato non è ancora maturo e ben regolamentato. Per esempio, l'ancoraggio a indicatori di sostenibilità ambientale piuttosto astratti (come gli indici di decarbonizzazione della propria attività, ndr) introduce nuove importanti problematiche legate a misurazione, standardizzazione e validazione dei dati ambientali, temi che abbiamo appena iniziato a scalfire.

D. A spingere il mercato della

finanza green intervengono anche le pressioni dei fondi Esg e, come nel caso di Shell, persino i tribunali, oltre ovviamente alle politiche nazionali ed europee che impongono obiettivi sempre più sfidanti per ridurre le emissioni inquinanti. Qual è il punto di equilibrio?

R. Si tratta di un punto fondamentale. Sono del parere, di parte, che sia necessario accompagnare il mercato con una regolamentazione solida e puntuale passo dopo passo. Non mi hanno mai convinto, e non è un mistero, le teorie di auto-regolazione del mercato. Indubbiamente i regolatori non possono limitarsi a porre vincoli molto stringenti in tema di sostenibilità ambientale senza tenere conto della realtà del mercato, che non ha un'infinita capacità di adattarsi alle richieste dei burocrati. Nell'attività industriale valgono ancora le leggi della fisica, della chimica e dell'economia: porre obiettivi splendidi ma troppo sfidanti anche in termini di tempistica rischia di produrre incentivi perversi, come per esempio la contraffazione dei dati, già vista in passato.

D. Trova credibili gli obiettivi europei per contrastare il cambiamento climatico?

R. Nell'azione dell'Unione Europea c'è la visione di lungo termine, che trovo essenziale. Poi c'è l'implementazione burocratica dei principi e su questa sicuramente la partenza non è stata delle più brillanti. Ma i risultati andranno valutati sul lungo periodo e siamo fiduciosi. (riproduzione riservata)