



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Economia e Gestione delle Aziende

Tesi di Laurea

**Impact Investing: un'analisi a ritroso, dal
benessere socio-ambientale all'investimento
finanziario**

Relatore

Prof.ssa Marcella Lucchetta

Laureanda

Benedetta Spetro

Matricola 869794

Anno Accademico

2021/2022

Capitolo I: Cos'è la finanza d'impatto e quali sono gli elementi che la caratterizzano . 1

| | |
|--|---|
| 1.1 Le radici storiche dell'impact investing e i dati attuali..... | 1 |
| 1.2 I requisiti fondamentali della finanza d'impatto | 2 |
| 1.2.1 <i>Gli obiettivi e le aree d'intervento</i> | 5 |
| 1.3 Le principali differenze tra investimenti SRI (Socially Responsible Investing) e Impact Investing | 6 |
| 1.3.1 <i>Le linee guida dell'OCSE</i> | 7 |
| 1.4 Cosa s'intende per impatto ambientale e sociale negli impact investment | 8 |

Capitolo II: La scelta dell'investimento e l'attività delle banche i ambito impact

| | |
|--|-----------|
| investing | 11 |
| 2.1 Il rating GIIRS: Cos'è e su cosa si basa | 11 |
| 2.2 Lo standard ESG: luci e ombre | 13 |
| 2.3 La relazione tra gli istituti bancari e l'impact investing..... | 15 |
| 2.3.1 <i>Impact Investing e il vincolo di sana e prudente gestione</i> | 15 |
| 2.4 Gli strumenti finanziari offerti dalle banche | 17 |
| 2.4.1 <i>I green bonds</i> | 18 |
| 2.4.2 <i>I social bonds</i> | 19 |
| 2.4.3 <i>I Green e Social Bonds Principles</i> | 20 |
| 2.4.4 <i>La remunerazione ed il rischio finanziario</i> | 23 |
| 2.5 I Social Impact Bonds | 24 |
| 2.6 Il progetto di certificazione europea per i green bonds | 26 |
| 2.7 Caso studio: Rigoni di Asiago e Banca Intesa..... | 27 |

Capitolo III: Come misurare l'impatto ambientale e sociale prodotto dagli

| | |
|--|-----------|
| Investimenti finanziari | 11 |
| 3.1 L'impatto non finanziario e i tempi di realizzazione | 11 |
| 3.2 Il processo di misurazione dell'impatto sociale..... | 33 |
| 3.2.1 <i>Definizione dell'ambito di analisi</i> | 33 |
| 3.2.2 <i>Individuazione e coinvolgimento degli stakeholder</i> | 34 |

| | | |
|---|---|-----------|
| 3.2.3 | <i>Comprensione del processo di cambiamento</i> | 36 |
| 3.2.4 | <i>Misurazione, scelta degli indicatori e calcolo del ritorno sociale dell'investimento</i> | 38 |
| 3.2.5 | <i>Metodi di valutazione dell'impatto</i> | 41 |
| 3.2.6 | <i>Comunicazione dei risultati e apprendimento</i> | 44 |
| 3.3 | Misurazione e valutazione dell'impatto ambientale | 45 |
| 3.3.1 | <i>La normativa ISO 14001</i> | 45 |
| 3.3.2 | <i>Life Cycle Assessment</i> | 47 |
| 3.3.3 | <i>Carbon Footprint</i> | 49 |
| 3.3.4 | <i>Impronta ecologica</i> | 51 |
| 3.3.5 | <i>Gli indicatori del processo di Environmental Performance Evaluation</i> | 52 |
| 3.4 | SCS Materiality Impact Matrix | 54 |
| | | |
| Capitolo IV: La scelta dell'investimento e l'attività delle banche i ambito impact investing | | |
| | investing | 56 |
| 4.1 | Analisi dei green bonds selezionati..... | 56 |
| 4.2 | Studio dei coefficienti Beta mediante il modello regressivo CAPM | 61 |
| | | |
| | <i>Conclusioni</i> | 68 |
| | | |
| | Bibliografia..... | 71 |
| | Sitografia | 73 |

Introduzione: Dalla finanza sostenibile alla finanza d'impatto

L'organo di controllo del mercato finanziario italiano (CONSOB) definisce la finanza sostenibile come: "L'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile¹ all'attività finanziaria".

La finanza sostenibile, proprio come quella tradizionale, si occupa del trasferimento di risorse da settori in eccedenza finanziaria a settori in insufficienza finanziaria, ma si differenzia dalla finanza tradizionale per via dell'utilizzo di diversi criteri di selezione dei soggetti e progetti da sorreggere (Diletta Lenzi, Il Mulino-Rivistaweb, 2021).

Dal punto di vista temporale l'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance* nella predisposizione dell'*Action Plan 2018* insieme alla Commissione Europea delinea la finanza sostenibile come un impegno a lungo termine, ove è fondamentale riporre fiducia nel valore degli investimenti, i quali hanno bisogno di tempo affinché il loro valore si materializzi. Inoltre, il report sottolinea che la finanza sostenibile non può funzionare se minata dallo "*short-termism*", pratica che si concentra sui profitti a breve termine piuttosto che sui fondamenti strategici. Pertanto, questo tipo di finanza è caratterizzata da un duplice obiettivo nel piano europeo: contribuire a finanziare la crescita inclusiva dell'economia reale ed orientare il mercato dei capitali verso gli investimenti di lungo termine attraverso l'utilizzo dei fattori ESG², da parte degli investitori.

All'interno dei mercati finanziari la formula d'investimenti sostenibile maggiormente utilizzata è quella degli "investimenti sostenibili e responsabili" denominati anche con la sigla SRI. Tali investimenti prevedono l'integrazione di fattori ambientali e sociali nei processi di ricerca, analisi e selezione dei progetti da sovvenzionare, in modo da escludere imprese o soggetti con impatti negativi sull'ambiente o che non risultino sufficientemente trasparenti.

¹ "Lo sviluppo sostenibile è quello che soddisfa le necessità delle attuali generazioni senza compromettere le capacità delle future generazioni di soddisfare le proprie" *Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo dell'ONU, 1987.*

² "In ambito economico/finanziario il termine ESG (Environmental, Social, Governance) identifica tutte quelle attività legate all'investimento c.d. sostenibile, che perseguono gli obiettivi tipici della gestione finanziaria tenendo in considerazione aspetti di natura ambientale, sociale e di governance." CONSOB, 12 Marzo 2020.

I socially responsible investments sono caratterizzati da remunerazione economica generata nel lungo periodo ed impatto sociale/ambientale diretto ai destinatari dell'investimento (Diletta Lenzi, Il Mulino-Rivistaweb, 2021).

Gli investimenti socialmente responsabili fondano le loro radici storiche nella Bibbia, ove era già stato introdotto il divieto di finanziare le attività considerate non etiche (alcol, tabacco, ecc), ed ancora, la Chiesa medioevale condannò l'usura col Secondo Concilio Lateranense del 1139; sono questi i primi approcci degli investimenti responsabili (Laura Nateri, *L'evoluzione nel tempo degli investimenti responsabili*, 2020).

Ad oggi, secondo il *Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)* gli investimenti socialmente responsabili hanno subito una crescita esponenziale, per un valore complessivo a livello globale di oltre 30 miliardi di dollari.

Una delle più discusse ed emergenti strategie di investimento sostenibile è la cosiddetta *Finanza d'impatto* o *Impact Investing*, la quale può essere considerata un sottoinsieme degli investimenti SRI. Quest'ultima ha come obiettivo primario il superamento del tradizionale concetto d'investimento, il quale risulta puramente orientato al guadagno. Gli investitori decidono di impiegare i propri capitali attraverso l'utilizzo degli strumenti finanziari dell'impact investing, non solo secondo la redditività degli investimenti, ma anche in rapporto ai principi e valori che risiedono alla base della finanza d'impatto, la quale mette al primo posto la manifestazione della sua ripercussione sull'ambiente e sulla società.

L'obiettivo dell'elaborato è quello di condurre un'analisi approfondita circa il funzionamento degli strumenti finanziari che caratterizzano l'impact investing, mettendo in luce vantaggi e difficoltà d'impiego. Infine, nell'ultimo capitolo, attraverso un modello regressivo saranno evidenziate le performance degli investimenti denominati "d'impatto".

Capitolo I: Cos'è la finanza d'impatto e quali sono gli elementi che la caratterizzano

1.1 Le radici storiche dell'impact investing e i dati attuali

Il termine *impact investing* venne utilizzato per la prima volta nel 2007 dal Global Impact Investing Network, ossia l'organizzazione internazionale di riferimento per la finanza d'impatto, che lo definì come "un insieme di investimenti in società, organizzazioni, e fondi, con l'intenzione di generare – oltre che rendimenti finanziari – un impatto quantificabile a livello sociale e ambientale". L'elemento distintivo e innovativo degli investimenti d'impatto è dunque l'intenzionalità degli investitori, interessati a generare un risultato sociale ed ambientale misurabile, il quale sia in grado di realizzare anche rendimenti finanziari in linea o al di sotto di quelli di mercato.

L'impact investing cominciò realmente a prendere forma nel 2011 con Sir Ronald Cohen, presidente della banca inglese d'investimento sociale Big Society Capitals, ente che ha l'obiettivo di far crescere il mercato degli investimenti sociali impiegando capitali nelle realtà che hanno effettivamente gli strumenti per contribuire allo sviluppo sociale ed ambientale. L'intervento è svolto grazie a strumenti finanziari con tasso agevolato, orientati allo sviluppo e al rafforzamento dei soggetti destinatari (Pierluigi Vetta, *Finanza d'impatto: studio diacronico dell'impact investing tramite analisi e confronto tra indici*, Università Luiss Roma, 2017/2018).

Due anni dopo nel 2013 il politico britannico David Cameron annunciò una task force al Social Impact Investment Forum del G8 che mirava ad accelerare lo sviluppo del mercato degli investimenti ad impatto sociale. Questo permise di delineare meglio il concetto di finanza d'impatto e nel 2015 la task force fu sostituita dal Global Social Impact Investment Steering Group³, che continuò a lavorare sul progetto con un gruppo di membri ancora più ampio.

³ " Il Global Steering Group for Impact Investment (GSG) è una organizzazione globale indipendente che riunisce i leader del mondo della finanza, degli affari e della filantropia e mira a catalizzare gli investimenti e l'imprenditorialità a impatto, a beneficio delle persone e del pianeta"
[https://www.torinosocialimpact.it/case_studies/global-steering-group-for-impact-investment/#:~:text=Il%20Global%20Steering%20Group%20for%20Impact%20Investment%20\(GSG\)%20%C3%A8%20una,delle%20persone%20e%20del%20pianeta.](https://www.torinosocialimpact.it/case_studies/global-steering-group-for-impact-investment/#:~:text=Il%20Global%20Steering%20Group%20for%20Impact%20Investment%20(GSG)%20%C3%A8%20una,delle%20persone%20e%20del%20pianeta.)

Oggi, secondo la società americana d'investimenti Nuveen (controllata dalla società di pianificazione finanziaria TIAA), la crescita del segmento dell'impact investing è segnalata dalla stima di oltre 40.000 miliardi di dollari degli investitori mondiali in evoluzione, con l'intento di adeguare i portafogli ai criteri ESG e a quelli d'impatto.

Secondo il rapporto 2021 di Nuveen, i Paesi nel mondo ad essere interessati a progetti ad impatto positivo in termini sociali ed ambientali sono 57. Gli Stati Uniti registrano il maggior numero d'investimenti d'impatto con 3,7 miliardi di dollari, ma il trend è in crescita e sta ormai interessando tutti i continenti.

Sergio Trezzi, managing director di Nuveen, dichiara che i settori maggiormente rappresentativi dell'impact investing sono quelli delle energie rinnovabili e del cambiamento climatico, dove la società americana ha già investito 2483 miliardi di dollari.

Infine, secondo il rapporto 2020 dell'Associazione Social Impact Agenda per l'Italia, il mercato globale dell'impact investing sta crescendo soprattutto nel territorio europeo. In Italia nel 2018 è stato istituito il Fondo per l'Innovazione Sociale (FIS) al fine di soddisfare bisogni sociali emergenti con l'aiuto del settore privato, mentre la Finlandia ha da poco lanciato il Refugee Social Impact Bond per sostenere l'integrazione di migranti e rifugiati. Inoltre, in Sud Africa è stato creato il Green Outcomes Fund per incentivare gli investimenti delle PMI sostenibili, da ultima l'India ha lanciato il primo Development Impact Bond del mondo, con l'intento di migliorare la qualità d'istruzione di quindici mila ragazze indiane.

1.2 I requisiti fondamentali della finanza d'impatto

Il Global Impact Investing Network (GIIN), massimo esponente a livello internazionale per il settore dell'impact investing, il 3 Aprile 2019 ha pubblicato un documento contenente le caratteristiche principali e fondamentali degli investimenti d'impatto, al fine di fare chiarezza su questa nuova tipologia d'impiego dei capitali. Le particolarità di questa nuova strategia d'investimento sono le seguenti:

1. l'intenzionalità: come citato in precedenza, l'impact investing prevede l'intenzione da parte degli investitori a contribuire e creare beneficio sociale e/o

ambientale. La volontà di risolvere problemi e di creare nuova opportunità è l'elemento che per antonomasia distingue gli investimenti d'impatto dagli altri.

2. il perseguimento d'interessi non finanziari congiuntamente a quelli finanziari: nella finanza d'impatto non si ritrovano atti di liberalità, ma si riscontra sempre un'aspettativa di ritorno economico che motiva gli investitori.

3. il rendimento finanziario atteso: esso muta in base agli obiettivi dell'investitore, ma si colloca sempre tra il rientro del capitale investito ed il rendimento di mercato. Gli investimenti d'impatto non possono mai superare il rendimento di mercato.

4. la misurabilità: al fine di determinare i risultati delle scelte d'investimento è essenziale la misurazione degli impatti sociali ed ambientali con diversi obiettivi e metodologie che verranno approfondite in seguito.

Il Global Impact Investing definisce inoltre alcune pratiche tipiche degli investimenti d'impatto:

1. l'utilizzo di prove e dati d'impatto nel progettare gli investimenti: gli investimenti d'impatto più di ogni altra forma di investimenti necessitano l'utilizzo di prove e dati, al fine di pianificare investimenti intelligenti.

2. gestione delle prestazioni d'impatto: con l'obiettivo di monitorare le prestazioni d'impatto dell'investimento è necessaria la creazione di circuiti di feedback e di comunicazione che siano in grado di supportare l'intera catena d'investimento.

3. contribuzione alla crescita del settore: grazie alla condivisione di termini, convezioni e indicatori, utilizzati dagli investitori per descrivere le loro strategie, questi permettono anche ad altri soggetti del settore di imparare e accrescere la loro esperienza nella contribuzione al beneficio sociale ed ambientale.

Secondo le linee guida del GIIN, gli investimenti d’impatto si collocano tra la filantropia (impact only) e le strategie financial first.

Figura 1: Il posizionamento dell’impact investing



Fonte: Social Impact Agenda per l'Italia, <https://www.socialimpactagenda.it/impact-investing/>

La Figura 1 illustra in modo chiaro ed esaustivo l’esatta collocazione dell’impact investing, il quale si posiziona a metà strada tra le pure donazioni filantropiche e gli investimenti tradizionali progettati in un’ottica del tutto capitalistica. Man mano che ci si sposta da sinistra verso destra l’aspetto caritatevole e altruistico lascia spazio a quello finanziario, viceversa muovendosi da destra verso sinistra è l’aspetto filantropico a prendere il posto di quello finanziario.

L'impact investing è una strategia che riesce a coniugare in maniera perfettamente equilibrata due aspetti che in apparenza possono sembrare del tutto disgiunti, opposti e incompatibili. Impatti sociali ed ambientali positivi riescono a coesistere insieme al rendimento economico creando una sinergia tale per cui l'intenzionalità, i capitali investiti e il cambiamento sociale/ambientale si alimentano l'uno con l'altro e rendono possibile il continuo miglioramento.

1.2.1 Gli obiettivi e le aree d'intervento

Nel panorama italiano è presente un ente di rilevante importanza nel settore dell'impact investing, questo è la Social Impact Agenda per l'Italia, l'Associazione che rappresenta l'evoluzione dell'Advisory Board italiano⁴ che nell'anno 2013 si riunì con la Social Impact Investing Taskforce. Il Comitato Scientifico, insieme al Consiglio Direttivo, ha stilato una serie di obiettivi che le innovative strategie d'impatto favoriscono.

Il primo fa riferimento all'imprenditorialità sociale, la quale è sostenuta e incentivata dai flussi di capitale indirizzati, dalle norme di trasparenza e dallo sviluppo delle competenze. Grazie al miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza della spesa pubblica vengono favorite anche le soluzioni welfare, soprattutto quelle di natura preventiva; ed infine la finanza d'impatto permette il soddisfacimento dei bisogni, in particolari aree d'esigenza come: disagio abitativo, inserimento lavorativo, reinserimento dei detenuti ecc...

Questi nuovi flussi di capitale, volti a generare effetti positivi, realizzano la promozione di vettori di crescita dell'economia inclusiva, la quale permette di creare una nuova tipologia di valore.

La finanza d'impatto non si occupa solo di temi sociali come l'housing sociale, servizi welfare e servizi educativi come quelli sopraccitati, ma si occupa anche di temi ambientali come la salvaguardia delle foreste, l'agricoltura sostenibile, le energie rinnovabili ed infine del tema della microfinanza.

⁴ "L'Advisory Board, o comitato consultivo, è un organismo volontario di consultazione e di supporto al management. I suoi pareri non sono vincolanti perché non formali." Elena Zanella, *L'Advisory Board. Un'opportunità per crescere.*

Gli investimenti forestali consistono nell'acquisizione e/o nella gestione di foreste con lo scopo di commerciare il legname, la cui domanda è sempre più in crescita, grazie all'orientamento verso prodotti a basso impatto ambientale. Attività agricole e forestali sono strettamente legate tra loro⁵; è dunque necessaria un'efficace gestione ed integrazione delle due attività, al fine di perseguire la conservazione delle proprietà del suolo ed una corretta pianificazione della destinazione d'uso dei terreni.

Gli investimenti d'impatto svolgono un ruolo fondamentale nella mitigazione dei cambiamenti climatici in quanto favoriscono la crescita delle energie rinnovabili, energie derivanti da fenomeni e processi naturali ed il cui settore sta registrando sorprendenti tassi di crescita.

Infine, l'impact investing sostiene la microfinanza, insieme di servizi e strumenti finanziari ideati per persone che non possono offrire garanzie e che quindi non sono in grado rivolgersi ai normali istituti bancari. La microfinanza gli permette invece di accedere al micro-credito, alle micro-assicurazioni e al micro-leasing, questo consente alle persone di acquisire valore e a loro volta di creare nuovo valore grazie all'accesso alle risorse finanziarie.

1.3 Le principali differenze tra investimenti SRI (Socially Responsible Investing) e Impact Investing

Il tema relativo alle differenze tra investimenti SRI ed investimenti Impact è ad oggi ancora molto discusso e dibattuto. In questa breve analisi verranno evidenziati i principali punti di contatto e differenze che caratterizzano le due tipologie d'impiego di capitali.

Gli investimenti SRI come quelli Impact fanno uso di criteri extra-finanziari all'interno del processo d'individuazione dei progetti da finanziare: "SRI apply a set of investment screens to select or exclude assets based on ecological, social, corporate governance or ethical criteria" (Renneboog 2008, citato in Chiappini 2017, p.11).

⁵ "Le foreste hanno infatti un ruolo importante nella conservazione delle proprietà del suolo, del ciclo idrogeologico e dell'habitat naturale; svolgono inoltre un'importante azione di assorbimento di anidride carbonica dall'atmosfera. Pertanto, una gestione sostenibile del patrimonio forestale rappresenta un elemento fondamentale per lo sviluppo del settore agricolo." *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*, Forum per la Finanza Sostenibile, Social Impact Agenda per l'Italia, 2017.

Entrambe le strategie sono condizionate dal rispetto di criteri ambientali e sociali che solitamente vengono stabiliti dall'intermediario bancario; tuttavia, l'impact investing lascia da parte l'aspetto di "corporate governance" nella scelta del disegno.

Molte critiche sono state mosse negli anni agli investimenti SRI. Ad esempio, il ministro della finanza irlandese, Paschal Donohoe, ritiene le strategie socialmente responsabili un modo per minimizzare gli impatti negativi, come evitare le relazioni commerciali con aziende considerate non etiche, ma senza provare concretamente a sviluppare meccanismi sinergici per la produzione di risultati positivi.

Tuttavia, esiste una seconda corrente letteraria⁶ che invece sostiene l'engagement delle strategie SRI, le quali s'impegnano in un dialogo costruttivo con gli emittenti su questioni di sostenibilità. L'obiettivo è quello di influenzare positivamente le pratiche delle imprese permettendogli di creare allo stesso tempo valore ambientale, sociale ed economico.

L'impact investing è quindi considerato molto più proattivo nella gestione dei problemi ambientali e sociali.

Analizzando l'obiettivo primario degli SRI vediamo che in primo piano è presente il riscontro finanziario, mentre il vincolo da osservare è quello relativo al rispetto dei principi etici, sociali ed ambientali nella scelta dell'allocazione dei capitali. Invece, negli investimenti d'impatto l'obiettivo-vincolo è l'esatto opposto. Il traguardo da raggiungere è quello di un risultato positivo e misurabile, ma vincolato alla remunerazione economica, elemento che lo contraddistingue dalla pura filantropia.

Di conseguenza è possibile affermare che l'impatto generato dagli SRI è indiretto/secondario, mentre quello della finanza d'impatto è del tutto diretto. (Helen Chiappini, *Banche e finanza d'impatto: un modello di analisi delle performance*, Rivista Bancaria – Minerva Bancaria N.6/2017, p.12)

1.3.1 Le linee guida dell'OCSE

L'OCSE è l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, che attualmente è composta da 36 Paesi membri e ha sede a Parigi. La funzione svolta dall'organizzazione è di assemblea consultiva che permette ai partecipanti di confrontarsi relativamente a

⁶ Fonte: *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*, Forum per la finanza sostenibile, 2017.

temi politici e problematiche comuni oltre a coordinarsi nelle pratiche e politiche economiche (OCSE – Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico).

L'ente nel 2015 ha stilato un framework, grazie al quale è possibile individuare e distinguere con facilità gli investimenti d'impatto da quelli SRI.

L'impact investment viene delineato come una transazione che avviene tra un investor ed una investee (società partecipata) e l'accordo deve avere ad oggetto una delle aree sociali o ambientali stabilite dall'OCSE⁷.

Gli elementi emblematici dell'investimento d'impatto determinate dall'ente sono: i destinatari che devono corrispondere ad una popolazione a rischio o ad un ambiente a rischio, il beneficio che deve avere connotazioni pubbliche e private⁸ ed infine, la proprietà fondamentale che lo distingue dagli SRI, ossia il divieto di superamento del tasso di rendimento di mercato per quanto riguarda il ritorno finanziario.

1.4 Cosa s'intende per impatto ambientale e sociale negli impact investments

Prima di procedere con l'analisi degli strumenti finanziari utilizzati nella finanza d'impatto da parte delle banche, è molto importante comprendere che cosa s'intende per impatto ambientale e sociale, il quale è il fulcro ed obiettivo primario della strategia in approfondimento.

Quando si parla di ambiente e società si fa riferimento a due dimensioni in stretta correlazione e interdipendenza, infatti, come afferma il Global Impact Investing Network, non è possibile pensare di rivolgere le attenzioni unicamente al lato ambientale senza considerare quello sociale e viceversa.

Anche il Forum per la Finanza Sostenibile⁹, organizzazione non profit nata nel 2001, sostiene che le due dimensioni d'indagine sono ambiti strettamente interconnessi. L'ente porta ad esempio le conseguenze sociali causate dai cambiamenti climatici. È il

⁷ Alcune di esse sono: children and family, disability, agriculture, climate change ecc.. (OECD, 2015)

⁸ Servizi pubblici: "Complesso di attività prestate nei riguardi degli utenti per il soddisfacimento di bisogni collettivi" (Enciclopedia Treccani, *Servizi Pubblici*, 2012)

Servizi privati: "Servizi il cui consumo presuppone il consenso dell'utente e la cui produzione può essere quantificata sulla base del numero di transazioni avvenute" (Enciclopedia Treccani, *Servizi privati*, 2012)

⁹ " Il Forum per la Finanza Sostenibile è un'associazione non profit nata nel 2001. La base associativa è *multi-stakeholder*: ne fanno parte operatori finanziari e altre organizzazioni interessate all'impatto ambientale e sociale degli investimenti." Forum per la Finanza Sostenibile, 2010.

caso dei cosiddetti “profughi ambientali”, persone costrette ad emigrare per via del deterioramento nel loro luogo d’origine. Solitamente queste situazioni di disagio ambientale e dunque sociale sono determinate da eventi climatici come siccità o inondazioni che non si è stati in grado di gestire e contrastare.

Al contrario, investimenti in aree ambientali, come ad esempio energie rinnovabili, agricoltura o salvaguardia forestale, non potrebbero essere considerati pienamente impattanti positivamente se non viene tenuto in considerazione l’aspetto sociale relativo alla salute, sicurezza e diritti dei lavoratori.

La definizione d’impatto ambientale è la più semplice da ricercare, in quanto nel 2006 fu emanato il decreto-legge 152/2006 in materia ambientale che spiega e chiarisce il concetto d’impatto ambientale.

Il decreto ha come obiettivo quello di promuovere i livelli di qualità della vita umana, attraverso la salvaguardia ed il miglioramento delle condizioni ambientali. A tal proposito l’impatto ambientale viene definito come degli effetti significativi, diretti e indiretti di un piano o programma su alcuni fattori come: popolazione, salute umana, biodiversità, territorio, suolo, acqua, patrimonio culturale e paesaggio.

Il documento ricorda che per impatto ambientale s’intendono anche gli effetti derivanti dalla vulnerabilità del progetto a rischio di gravi incidenti o calamità correlate.

Per quanto riguarda l’impatto sociale, ad oggi non è presente una definizione univoca e condivisa; la mancanza di esplicitazione di questo concetto desta forte confusione e rende maggiormente difficoltoso lo studio del fenomeno.

Grazie ad una ricerca condotta dall’ Università Rotterdam insieme al dipartimento di Business Economics, sono state individuate diverse definizioni d’impatto sociale, le quali rientrano in un arco temporale che va da 1996 al 2009.

Nel 1996 i ricercatori R.J. Burge e F. Vanclay definirono l’impatto sociale come le conseguenze sulle popolazioni umane causate da qualsiasi azione pubblica o privata che alteri la maniera in cui le persone vivono, lavorano e si relazionano tra loro.

Il giornalista Clark invece nel 2004 esprime l’impatto come il risultato finale verificatosi a seguito dell’attività d’impresa, al di là di ciò che comunque sarebbe accaduto.

Infine, l’International Association for Impact Assessment, associazione internazionale di professionisti coinvolti nella valutazione dell’impatto, intende l’impatto sociale come

una conseguenza che coinvolge la società, sia intenzionale che non intenzionale, la quale può essere di tipo positivo ma anche negativo. Tali effetti possono derivare da interventi, politiche, progetti pianificati e da qualsiasi processo di cambiamento sociale invocato da questi provvedimenti.

Vediamo dunque come alcune definizioni rimangano maggiormente legate all'idea che i cambiamenti sociali derivino da interventi di tipo pubblico/governativo, mentre altre sostengano che la variazione origini dall'attività imprenditoriale. Tuttavia in ogni concetto ritroviamo il pensiero comune relativo al fatto che l'impatto sociale consiste nel cambiamento del modo di vivere e di svolgere le abituali attività che caratterizzano la vita umana. Anche l'impatto sociale, come quello ambientale, non ha necessariamente sempre un'accezione positiva, ma comprende inoltre gli effetti negativi che possono coinvolgere la popolazione.

Capitolo II: La scelta dell'investimento e l'attività delle banche in ambito impact investing

2.1 Il rating GIIRS: cos'è e su cosa si basa

Il mondo degli investimenti d' impatto sta subendo una forte crescita, passando da un mercato di nicchia fino ad arrivare a 228 miliardi di dollari impiegati a livello globale (Rapporto GIIN 2021). In accordo a questi accadimenti, gli investitori negli ultimi anni hanno avanzato la richiesta di un prodotto di valutazione dell'impatto da parte di soggetti terzi, al fine di poter valutare, comparare e scegliere l'investimento maggiormente in linea alle loro necessità ed obiettivi.

L'esigenza da soddisfare è quella di strutturare una piattaforma di rating e analisi che allo stesso tempo riesca sia a favorire il flusso dei capitali, sia a fornire informazioni e dati per giudicare le performance d'impatto.

Il Global Impact Network ha dunque facilitato lo sviluppo dello strumento di rating denominato *Global Impact Investing Rating System (GIIRS)* il quale è in grado di assegnare un valore alle organizzazioni e fondi d'investimento in termini d'impatto, utilizzando un approccio simile a quello dei rating di Morningstars¹⁰.

La piattaforma personalizzabile è stata creata dall'ente B Lab, azienda non-profit con sede in Pennsylvania, che ha creato il sistema B Analytics per la costruzione di benchmark e per favorire la misurazione e il reporting degli impatti. Inoltre, la società americana è creatrice e promotrice della certificazione B Corporation, attestato che indica il soddisfacimento dei più elevanti standard di trasparenza, responsabilità e sostenibilità da parte di un'azienda.

Il sistema di rating GIIRS è una metodologia completa, rigorosa e trasparente con lo scopo di valutare il risultato sulla dimensione ambientale e sociale di aziende private e fondi d'investimento; esso consente all'operatore di tracciare e monitorare il livello d'impatto del denaro.

¹⁰ "Il rating Morningstar è uno strumento di efficienza dell'industria dei fondi comuni, capace di coniugare in un unico indicatore, le performance storiche del fondo, le commissioni e il grado di rischio assunto dalla gestione. L'attribuzione avviene su base mensile. Le stelle sono assegnate all'interno di ciascuna categoria, nel seguente modo: 5 stelle al primo 10% dei fondi appartenenti alla stessa categoria, 4 stelle al successivo 22,5%, 3 stelle all'ulteriore 35%, 2 stelle al successivo 22,5%, 1 stella all'ultimo 10%." Morningstars, 2022.

Caratteristica essenziale di questo strumento è la standardizzazione: questo permette di avere valutazioni d'impatto perfettamente comparabili, indipendentemente dalla geografia dell'organizzazione. La metodologia è di tipo intersettoriale e inter-geografica. Il sistema di classificazione è basato sul complesso qualificato *valutazione d'impatto B* oppure più semplicemente *B Analytics*, come citato in precedenza.

La struttura della valutazione d'impatto B è la seguente:

- 1) Modello di business a impatto
- 2) Operazioni
- 3) Questionario di divulgazione

Le domande relative alle operazioni servono a capire meglio quali sono le attività quotidiane svolte dall'azienda, mentre l'impact business model serve a valutare il modello di business adottato dalla società in questione e ad aggiungere punti nel caso si tratti di modelli di business progettati per creare un ulteriore impatto positivo. Dunque ogni azienda riceverà due valutazioni, una per quanto concerne le operazioni ed una per il modello di business d'impatto utilizzato.

Inoltre la metodologia di valutazione prevede anche l'assegnazione di un punteggio complessivo basato su quattro ambiti differenti: Governance, Community, Environmental, Customers. Questa indagine è necessaria per valutare l'impatto di un'azienda sui lavoratori, sulla comunità, sull'ambiente e sui clienti. Il punteggio massimo è di 200 punti e con un minimo di 80 l'ente può ottenere la certificazione B Corp.

Il sistema di rating GIIRS è uno degli strumenti che supporta l'investitore nella fase di valutazione, comparazione e scelta dell'investimento.

Egli rivolge il suo focus alla performance d'impatto di tipo ambientale e sociale delle aziende private o dei fondi, lasciando del tutto da parte l'aspetto finanziario. Questa metodologia di valutazione sottolinea ancora una volta lo scopo primario della finanza d'impatto e dei suoi investitori, analizzando e facendo previsioni circa i risultati ambientali e sociali.

2.2 Lo standard ESG: luci ed ombre

Un altro strumento utile per valutare l'impiego di capitali nelle aziende sostenibili interessate a creare impatto ambientale e sociale è lo standard ESG, dal quale poi è possibile generare un rating ESG delle imprese analizzate.

I criteri ESG nascono nel 2005; essi derivano direttamente dai principi per gli investimenti responsabili emanati dall'ONU¹¹, i quali consentono la misurazione della capacità delle aziende di aderire agli standard ambientali, sociali e di governance.

La lettera iniziale E si riferisce all'ambiente (Environmental), questo rappresenta il primo criterio d'indagine che esamina i parametri dell'azienda, come ad esempio:

- capacità di contrastare il cambiamento climatico
- sicurezza di tipo alimentare
- contenimento delle emissioni di anidride carbonica.

L'obiettivo dell'analisi ambientale è capire come e quanto l'impresa s'impegna per la riduzione dell'impatto negativo sul territorio e cosa fa per migliorarlo.

Il secondo criterio preso in analisi è quello sociale rappresentato dalla lettera S.

È fondamentale capire qual è l'impatto sociale prodotto dall'azienda e per questo si valutano parametri di questo tipo:

- rispetto dei diritti umani
- condizioni lavorative dignitose
- rispetto della parità di genere
- benessere generato per la comunità appartenente al territorio dove risiede l'azienda.

Infine, l'ultimo criterio di analisi è la governance (G), dove viene esaminato il livello di meritocrazia presente in azienda, le politiche di diversità all'interno del consiglio di amministrazione, la trasparenza e l'etica retributiva.

I criteri considerati non sono statici, ma seguono la tendenza delle problematiche sociali ed ambientali del momento.

¹¹ "I PRI (Principles for Responsible Investments) è un'iniziativa delle Nazioni Unite nata per promuovere l'integrazione di principi ESG nella gestione tradizionale dei patrimoni e nelle decisioni di investimento e altresì per contribuire attivamente allo sviluppo di un sistema finanziario globale più sostenibile." ONU, 2005.

I rating ESG sono elaborati da alcune agenzie private specializzate, che offrono una valutazione sintetica e trasparente, relativamente all'impegno di un'impresa o associazione in ambito ambientale e sociale. Ad ogni criterio viene assegnato un punteggio, fino ad un massimo di 100 punti per ognuno di essi. Una volta stilati i tre rating di tipo ambientale, sociale e di governance, viene fatta la media aritmetica dei tre punteggi che rappresenterà il rating ESG finale.

Nell'analisi, solitamente, le agenzie evidenziano anche criticità e rischi, insieme a miglioramenti attuabili e criteri soddisfatti.

I criteri ESG sono oggi considerati degli strumenti di valutazione dei business e delle opportunità d'investimento d'impatto, i quali permettono agli investitori di valutarne i rischi e i benefici, in particolar modo per gli impieghi di lungo periodo.

Tuttavia le critiche rivolte a questa metodologia sono diverse. Secondo uno studio condotto dai ricercatori del MIT (Massachusetts Institute of Technology), le valutazioni ESG fornite dalle diverse agenzie specializzate sarebbero poco correlate tra di loro.

Questo problema, secondo i ricercatori Florian Berg, Julian Koelbel e Roberto Rigobon, causa difficoltà agli investitori nella scelta d'impiego ed inoltre ostacola la crescita dell'economia sostenibile.

Le differenze, secondo gli esperti, sarebbero dovute alle diverse decisioni di scelta relative agli aspetti da comprendere nei rating delle agenzie specializzate. Inoltre, ad incidere sarebbero anche i diversi pesi attribuiti ai parametri considerati, insieme ai divergenti indicatori utilizzati per le misurazioni.

A tal proposito Eurizon, società a cui fa capo la Divisione Asset Management del Gruppo Intesa San Paolo, propone un approccio quantitativo che prevede di analizzare i dati delle aziende acquisiti da un info-provider ed attribuire ad ogni specifico fattore un peso differente secondo il principio di materialità¹². Vengono poi applicati dei criteri di esclusione per le aziende che perseguono business considerati non socialmente ed

¹² "L'analisi di materialità nasce come strumento a supporto dei processi di *sustainability reporting* delle imprese, specificamente finalizzato alla selezione delle tematiche da trattare all'interno del proprio documento di rendicontazione perché considerate prioritarie e più rilevanti nell'influenzare in modo significativo la capacità dell'impresa di creare valore nel breve, medio e lungo periodo." *Ventitrenta*, Società Benefit specializzata nella sostenibilità, 2021.

ambientalmente responsabili. Questo permette di stilare un rating ESG che pone in luce gli emittenti maggiormente impattanti a livello ambientale e sociale in termini positivi.

2.3 La relazione tra gli istituti bancari e l'impact investing

Il rapporto tra le banche e la finanza d'impatto esiste fin dagli anni Quaranta, ma è da poco tempo che gli istituti bancari stanno dimostrando una crescente attenzione verso lo stato di salute dell'ambiente e nei confronti del benessere sociale.

Secondo il vicepresidente della Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo, Jürgen Rigterink, le banche che si dedicano agli impact investments sono in grado di indirizzare il capitale laddove gli investitori tradizionali non erano mai riusciti ad orientarlo.

Questo permette di aprire nuove strade per il futuro ed inoltre, spiega Rigterink, comporta la possibilità di aprire nuovi mercati per investitori ed enti bancari, che consentono l'agevolazione delle piccole-medie imprese e della popolazione in essere e futura. In ultima istanza il vicepresidente chiarisce il fatto che, non soltanto le banche di sviluppo¹³ sostengono questo tipo di cambiamento, ma anche le banche commerciali¹⁴ stanno evolvendo rapidamente.

Alcuni esperti, infine, affermano che il maggiore interesse per gli investimenti d'impatto da parte delle banche sia dovuto alla perdita di reputazione che ha segnato gli intermediari nell'ultimo decennio; dunque, sarebbe questo un modo per cambiare approccio e proporre investimenti ben valutati, al fine di creare un cambiamento estremamente positivo.

2.3.1 Impact investing e il vincolo di sana e prudente gestione

Le tipologie di banche che operano con l'intenzione di creare impatti ambientali e sociali sono solitamente di due tipologie:

¹³ "Istituti sovranazionali che raccolgono fondi sui mercati internazionali e che beneficiano dei contributi regolarmente versati dai Paesi donatori." Treccani, 2012.

¹⁴ "Impresa autorizzata all'esercizio dell'attività bancaria, cioè alla raccolta del risparmio presso il pubblico, e all'esercizio del credito." Treccani, 2012.

- i) Istituti bancari volontariamente creati per impattare positivamente sull'ambiente e sulla società, come ad esempio banche etiche, credito cooperativo, banche di sviluppo per la transizione ecc.
- ii) Banche commerciali che presentano un'area di business definita *impact oriented*, la quale propone specifici investimenti d'impatto.

Come evidenziato in precedenza e anche come espone l'articolo "Banche e Finanza d'impatto: Un modello di analisi delle performance", pubblicato su Rivista Bancaria-Minerva N.6/2017 della ricercatrice Helen Chiappini, gli investimenti d'impatto sono caratterizzati essenzialmente da due elementi: *impact e compliance*.

Il primo elemento si riferisce all'obiettivo primario e intenzionale degli investimenti in questione, ovvero la realizzazione di miglioramenti sociali ed ambientali, i quali rientrano nelle aree d'intervento individuate dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

L'elemento di compliance o di conformità si rifà invece all'insieme di normative e al principio di sana e prudente gestione a cui devono sottostare gli istituti bancari, al fine di preservare gli equilibri di conduzione.

La sana e prudente gestione viene definita dal Testo Unico Bancario, redatto dalla Banca d'Italia, come "una clausola generale che è, nello stesso tempo, finalità della vigilanza e regola di condotta per gli intermediari. Nella prima accezione, essa costituisce il parametro per valutare la validità delle scelte imprenditoriali; nella seconda, impone l'osservanza di regole a carattere tecnico, suscettibili di variare a seconda dell'attività svolta e del contesto di operatività." Nello specifico viene inoltre evidenziato che per "sana gestione" s'intendono le scelte allocative compiute dall'ente sulla base di criteri di merito, mentre per "prudente gestione" s'intende la capacità di saper valutare adeguatamente il rischio.

Tale principio è inoltre sempre più accomunato alla "vigilanza prudenziale", materia di corrente impiego nell'Accordo di Basilea¹⁵ del 1988.

¹⁵ "Basilea accordi di Linee guida riguardanti i requisiti patrimoniali e prudenziali degli istituti di credito, concordati a livello internazionale dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CB). Dalla sua istituzione nel 1974, il CB ha raggiunto 3 principali accordi attinenti ai requisiti patrimoniali delle banche operanti a livello internazionale, denominati rispettivamente B. I, B. II e B. III." Treccani, Economia e Finanza, 2012.

La vigilanza prudenziale si concretizza in un insieme di normative relative alla conformità a determinati standard di capitali e ad alcuni coefficienti di bilancio, grazie ai quali è possibile diminuire il rischio e i costi di insolvenza. Per quanto riguarda il territorio italiano, la vigilanza prudenziale inerente agli istituti bancari è esercitata dalla Banca d'Italia. (Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa, 2005).

Tornando alla caratteristica di compliance che concerne gli investimenti d'impatto gestiti dalle banche, notiamo come gli aspetti appena analizzati sono strettamente collegati con il vincolo di ritorno economico, il quale separa l'impact investing dalla mera filantropia. Il verificarsi di un riscontro finanziario, seppure nei limiti del market rate return, permette all'ente di praticare una sana e prudente gestione rispettando le normative di vigilanza prudenziale.

2.4 Gli strumenti finanziari offerti dalle banche

Come discusso precedentemente, gli istituti bancari sono ormai i principali promotori della finanza d'impatto, infatti, secondo una ricerca del Politecnico di Milano, alla fine del 2020 il 78% delle banche italiane considerava i criteri ESG un importante fattore di reputazione e non un elemento strettamente collegato al proprio business.

Al fine di incentivare e agevolare l'accesso al mercato degli impact investments, per gli investitori interessati a produrre un cambiamento positivo a livello ambientale e/o sociale, gli enti bancari mettono a disposizione una serie di strumenti finanziari tra cui potersi orientare e scegliere tra quelli che maggiormente rispecchiano le esigenze del finanziatore o del finanziato.

Per quanto riguarda il piano operativo, nel settore dell'impact investing le banche ricoprono un duplice ruolo. Esse possono delinarsi come dei fornitori di servizi, ad esempio consulenza, emissione di prodotti finanziari in capitale di rischio e di debito, o di nuovi strumenti che verranno analizzati in seguito.

Nel secondo caso, le banche sono degli intermediari creditizi di erogazione di crediti e micro crediti, ad esempio per aziende interessate a creare un impatto ambientale/sociale positivo.

Nei successivi sotto paragrafi verranno esaminati alcuni tra i più importanti e diffusi strumenti finanziari appartenenti al settore impact, i quali sono distribuiti dagli enti bancari europei.

2.4.1 I green bonds

La storia dei green bonds ha origine nel 2007 con l'emissione di 150 obbligazioni verdi da parte della Banca Mondiale, istituzione internazionale di sviluppo creata per sostenere la crescita economica e combattere la povertà.

Da questo momento in poi lo strumento finanziario in questione ha subito una rapida diffusione. Il servizio di analisi sugli investimenti sostenibili Environmental Finance ha infatti stimato che il 2017 è stato un "anno record" per quanto riguarda l'erogazione dei green bonds; il valore complessivo era di 173 miliardi di dollari.

Il green bond è ancora privo di una definizione normativa; tuttavia, la Commissione Europea ha dichiarato nel 2018 di voler sviluppare una tassonomia dedicata unicamente ai suddetti prodotti finanziari, al fine di poter individuare le attività economiche che possono essere considerate ecosostenibili. La Borsa Italiana spiega: "Sono obbligazioni come tutte le altre, la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente, come l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite, l'uso sostenibile dei terreni ecc."

Secondo l'articolo *La finanza d'impatto e i green e social bonds*, Il Mulino-Rivistaweb di Diletta Lenzi, i green bonds sono definiti nel contesto italiano come "obbligazioni tematiche", in quanto sono dedicati a particolari tematiche ambientali e/o sociali. L'autrice spiega inoltre che essi nascono proprio come strumento finanziario, "frazioni standardizzate di una operazione unitaria che, come tali, possono essere emesse esclusivamente dai soggetti e secondo le procedure stabilite dalla legge".

Inizialmente, venivano emessi principalmente da istituzioni finanziarie sovranazionali, successivamente codesti titoli furono erogati anche da singole aziende, agenzie statali e dalle banche, come regola l'art. 12 del T.U.B: "Le banche, in qualunque forma costituite, possono emettere obbligazioni, anche convertibili, nominative o al portatore."

Lo schema di funzionamento delle obbligazioni verdi solitamente presenta i seguenti soggetti:

un sottoscrittore/investitore dei green bonds, l'emittente che di norma è un istituto bancario ed il beneficiario, ovvero il destinatario del capitale impiegato. Può accadere che l'emittente coincida con il beneficiario: è il caso sempre più diffuso dell'emissione dei green bonds da parte di imprese non bancarie, le quali raccolgono capitali al fine di impattare positivamente sull'ambiente e sulla società.

Il contratto di sottoscrizione dell'obbligazione tematica prevede la promessa da parte dell'emittente di impiegare parte del capitale sottoscritto in progetti idonei a generare ricadute positive sull'ecosistema ambientale e sociale e inoltre di rispettare il vincolo economico relativo alla restituzione del capitale e degli interessi (sempre entro i limiti di rendimento di mercato). All'interno della causa contrattuale ritroviamo dunque la compresenza funzionale di due obiettivi, i quali portano alla realizzazione di un profitto comune.

La professoressa Lenzi, nel suo articolo, evidenzia la principale differenza che sussiste tra i tradizionali titoli di debito e le obbligazioni tematiche. Essa concerne nel fatto che l'investitore tradizionale è solitamente disinteressato alla destinazione dei propri capitali impiegati, la sua attenzione è rivolta al riscontro finanziario prospettatogli al momento della sottoscrizione.

L'investitore in obbligazioni tematiche invece, impiega del denaro partendo dall'idea e dall'intenzione di apportare dei miglioramenti in ambito socio-ambientale, dunque manifesterà un importante interesse a conoscere la destinazione delle risorse e a monitorare l'operato.

2.4.2 I social bonds

I social bonds sono degli strumenti finanziari analoghi alle obbligazioni verdi, ma si differenziano da questi ultimi nella destinazione dei capitali. La Borsa italiana dà in merito la seguente definizione: "qualsiasi tipo di strumento obbligazionario i cui proventi vengono impiegati esclusivamente per finanziare o rifinanziare, in tutto o in parte, nuovi e/o preesistenti progetti sociali. Alcuni esempi di categorie di progetti: le infrastrutture di base (ad es. strutture per la fornitura di acqua potabile), l'accesso ai servizi essenziali (ad es. il servizio sanitario), le abitazioni economiche accessibili, la creazione di posti di lavoro anche tramite finanziamenti e micro-finanziamenti alle PMI, la sicurezza e l'igiene alimentare, il progresso e rafforzamento socioeconomico."

Le prime obbligazioni a sfondo sociale si registrano nel 2017-2018, quando l'International Finance Corporation, agenzia del Gruppo della Banca Mondiale, lanciò un programma denominato "Social Bonds Program" emettendo 1,46 miliardi di dollari di obbligazioni sociali.

I social bonds si stanno diffondendo ad un ritmo molto elevato rispetto ai green bonds, sebbene i primi esistono da minor tempo rispetto ai secondi. L'Environmental Finance stima, infatti, che il valore dell'emissione dei titoli sociali in questione è aumentato del 363,3% dal 2016 al 2017, il cui valore è passato da 3 milioni, a 11,2 miliardi di dollari (*La finanza d'impatto e i green e social bonds*, Diletta Lenzi, 2021, p.120).

Per quanto riguarda il funzionamento del contratto di sottoscrizione dei social bonds, esso è il medesimo descritto per le obbligazioni verdi, ricordando che i soggetti interessati, anche in questo caso, possono variare da due a tre, a seconda che sussista o meno l'intermediario bancario.

Nel caso dell'esistenza di un intermediatore, le modalità di finanziamento, tramite social bonds, risultano due: la prima procedura è chiamata "grant based social bonds", nella quale l'emittente devolve una percentuale dei capitali raccolti per finanziare il progetto socialmente sostenibile a titolo completamente gratuito per il beneficiario; nella seconda procedura, chiamata "loan-based social bonds", l'emittente raccoglie capitali emettendo social bonds al fine di creare un plafond che a sua volta servirà per erogare prestiti a condizioni agevolate rispetto a quelle di mercato.

Sono queste, appena descritte, le caratteristiche principali che riguardano i social bonds emessi da banche o intermediari autorizzati dalla Banca d'Italia ed iscritti all'opportuno Albo.

2.4.3 I Green e Social Bonds Principles

Al fine di fare chiarezza e promuovere la diffusione e la crescita del mercato dei social ed impact bonds, la International Capital Market Association (ICMA), associazione con base in Svizzera che si dedica all'analisi dei problemi di regolamentazione dei mercati interazionali, ha stilato le linee guida volontarie per gli emittenti di obbligazioni tematiche.

L'obiettivo è quello di esaminare il perimetro di applicazione dei green e social bonds, evidenziando il corretto utilizzo dei proventi, la metodologia adatta a valutare e individuare i progetti da finanziare, l'adeguata gestione dei guadagni e infine i regolamenti utili per la rendicontazione delle operazioni.

I Green Bonds Principles sono stati formulati dall'ICMA nell'anno 2014.

Come sottolineato in precedenza, si tratta di principi a adesione volontaria, grazie ai quali è possibile riconoscere e classificare le obbligazioni che rientrano nel perimetro della guida come green bonds.

Il primo principio fa riferimento all'*utilizzo dei proventi*. Questi devono essere indirizzati al finanziamento (o rifinanziamento) di progetti con ricaduta positiva sull'ambiente. L'ICMA fornisce anche un elenco dettagliato delle attività finanziabili e le divide per categorie, come ad esempio: efficienza energetica, prevenzione e controllo dell'inquinamento, biodiversità acquatica e terrestre, adattamento ai cambiamenti climatici ecc. Inoltre l'associazione raccomanda una descrizione esaustiva all'interno della documentazione legale del titolo, relativamente l'utilizzo dei capitali sottoscritti.

Il secondo principio-guida richiama la *metodologia di valutazione e di selezione dei progetti da finanziare*. Gli emittenti di green bonds, al fine di divulgare correttamente le informazioni agli investitori, dovrebbero comunicare gli obiettivi di sostenibilità ambientale, esplicitare il processo attraverso il quale i progetti vengono assegnati alle diverse categorie, spiegare come verranno gestiti eventuali rischi ambientali inerenti al programma ed il processo per mitigare gli impatti negativi. Per quanto riguarda i proventi temporaneamente non collocati in progetti, è bene che l'emittente dia comunicazione agli investitori relativamente alle intenzioni per il collocamento.

Il terzo ambito della guida dell'ICMA riguarda la *gestione dei proventi*, i quali, secondo una corretta conduzione, dovrebbero essere accreditati in un conto dedicato, in un portafoglio oppure monitorati e attestati dall'emittente. Infine l'International Capital Market Association raccomanda una gestione integrata avvalendosi di un revisore esterno, al fine di verificare il metodo di tracciamento e l'allocazione dei proventi che derivano dai green bonds.

L'ultimo principio si riferisce alla *rendicontazione* da parte dell'emittente.

L'ente consiglia di provvedere ad una relazione annuale contenente un elenco dei progetti a cui sono stati assegnati i proventi finanziari delle obbligazioni ed anche una breve descrizione dell'impatto previsto. È incoraggiato l'uso di indicatori qualitativi e, ove possibile, l'utilizzo di misure di rendimento quantitativo con annessa spiegazione della metodologia adottata. A conclusione l'Associazione suggerisce di utilizzare la guida ed i modelli di rendicontazione dell'impatto forniti dall' Harmonised Framework for Impact Reporting, un manuale elaborato da diverse organizzazioni internazionali come: EBRD (Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo), International Finance Corporation, Banca Mondiale e NIB (Nordic Investment Bank). L'obiettivo del manuale è quello di facilitare l'utilizzo dei documenti e di offrire metriche di rendicontazione dell'impatto specifiche per ogni categoria dei progetti GBP.

L'Associazione internazionale, infine, riconosce quattro tipologie di Green Bonds esistenti:

- Standard Green Use of Proceeds Bond, obbligazione standard con ricorso all'emittente allineato con i GBP.
- Green Revenue Bond, obbligazione senza ricorso all'emittente allineato con i GBP.
- Green Project Bond, obbligazione-progetto destinata a uno o più progetti *green*, con cui l'emittente ha un'esposizione diretta al rischio del progetto.
- Green Securitised Bond, obbligazioni garantita da uno o più progetti verdi, ma non limitata alle obbligazioni coperte.

I Social Bonds Principles ricomprendono i quattro ambiti appena descritti per le obbligazioni verdi, tuttavia, notiamo come vengono adattati in ragione della natura sociale dell'obbligazione.

Nella sezione *utilizzo dei proventi*, l'ICMA consiglia l'indirizzamento dei capitali verso operazioni di mitigazione o affronto di uno specifico problema sociale, al fine di ottenere un impatto positivo.

La difficoltà sociale viene intesa come una minaccia che ostacola o danneggia il benessere della società o di una specifica popolazione target¹⁶.

Alcune delle categorie di progetti sociali finanziabili, indicati dall'ICMA, sono: fornitura di infrastrutture di base a prezzi accessibili, garanzia per l'accesso ai servizi essenziali (salute, istruzione, servizi finanziari, ecc.), promozione della generazione di posti di lavoro ed infine l'incentivazione della sicurezza alimentare.

La valutazione dei progetti, insieme alla gestione dei proventi, alle raccomandazioni sulla rendicontazione e le tipologie di Social Bonds sono le medesime di quelle descritte per i GBP, adattate chiaramente nell'ottica sociale.

2.4.4 La remunerazione ed il rischio finanziario

La remunerazione dei green e social bonds avviene, in parte, in maniera analoga a quella delle obbligazioni tradizionali. Oltre alla restituzione di diritto del capitale investito, deve avvenire anche il ritorno degli interessi, affinché l'obbligazione possa essere qualificata come green o social bonds. Il contratto di emissione potrebbe prevedere l'assoggettamento della restituzione degli interessi al rendimento economico dell'emittente, oppure, è ammessa anche l'erogazione della remunerazione in subordinazione alla realizzazione dell'impatto ambientale e/o sociale positivo.

Quest'ultimo è denominato dall'ICMA come Green o Social Project Bond, come descritto sopra tra le tipologie di obbligazioni tematiche esistenti. A tal proposito la Professoressa Lenzi nel suo paper richiama l'articolo 4411 del Codice Civile, il quale recita: "I tempi e le modalità di pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società". È dunque ammessa la possibilità di relazionare la remunerazione a parametri oggettivi diversi dal tradizionale rendimento economico della società.

¹⁶ "La popolazione target è quel gruppo di persone che interessa ai ricercatori in uno studio statistico, o che è (o sarà) interessato da un determinato progetto. La popolazione target, in altre parole, è costituita dall'insieme degli individui sui quali viene effettuata una valutazione o un'analisi statistica."
www.economy-pedia.com

Gli esempi di popolazione target proposti dall'ICMA sono: persone che vivono sotto la soglia di povertà, persone con disabilità, migranti, sotto educati, comunità escluse e/o emarginate.

Per quanto riguarda il rischio finanziario collegato alle obbligazioni tematiche discusse, notiamo che queste possono essere emesse come titoli di diverso genere.

Ad esempio, i green o social bonds potrebbero essere emessi come “obbligazioni subordinate”, ovvero titoli per i quali il rimborso del capitale, in caso di insolvenza dell'emittente, avverrebbe solo dopo che i creditori ordinari e le altre obbligazioni sono stati rimborsati. Chiaramente a fronte di una maggiore rischiosità, l'obbligazione subordinata prevede un rendimento più alto per il sottoscrittore.

I titoli tematici possono anche essere erogati come “obbligazioni a premio”, bonds il cui prezzo di rimborso sarà maggiore rispetto al prezzo di emissione, il tutto dipenderà dal fatto che l'erogazione avvenga al valore nominale o al di sotto di esso.

Oppure ancora green e social bonds possono essere emessi come “obbligazioni convertibili in azioni”. Si tratta di titoli obbligazionari che possono essere convertiti in titoli azionari, su decisione del possessore. I limiti di questo tipo di obbligazioni sono rappresentati dal fatto che non possono essere emesse ad un prezzo inferiore a quello nominale e devono essere offerte in opzione ai soci.

Infine, l'emissione di obbligazioni verdi o sociali potrebbe prevedere la costituzione di garanzie reali, proprio come accade per quelle tradizionali. In tal caso l'art. 2424 bis del Codice Civile prevede la presenza di un notaio che compili le formalità necessarie per la costituzione delle garanzie medesime.

2.5 I Social Impact Bonds

Un ulteriore strumento finanziario dell'impact investing sono i Social Impact Bonds (SIB), un'obbligazione innovativa che ha l'obiettivo di andare a finanziare progetti di pubblica utilità.

I SIB hanno la particolarità di essere dei titoli di debito con remunerazione degli investitori solo in caso in cui l'impatto sociale si verifichi e sia misurabile. È per questo che vengono denominate anche come obbligazioni “Pay by Result” o “Pay for Success”.

Il Forum per la Finanza Sostenibile riporta che il primo social impact bonds fu emesso nel 2010 nel Regno Unito dalla banca d'investimento Social Finance, con lo scopo di andare a finanziare il reinserimento dei detenuti della prigione di Peterborough.

Due anni dopo anche la città di New York ha lanciato un'obbligazione Pay for Success per sovvenzionare il reinserimento degli ex detenuti del carcere minorile di Rikers Island.

Entrambi i progetti hanno avuto successo e hanno raggiunto l'obiettivo di recupero sociale, inoltre il programma ha reso possibile la riduzione del tasso di recidiva pari al 9% e 10%.

I soggetti solitamente coinvolti nell'erogazione dei SIB sono cinque:

- 1) Una Pubblica Amministrazione che remunera l'investitore nel caso l'obiettivo sociale venga raggiunto
- 2) I fornitori del servizio, di solito si tratta di organizzazioni non-profit o imprese sociali
- 3) Gli investitori, i quali verranno remunerati solo in caso di raggiungimento dei risultati sociali
- 4) L'intermediario che gestisce i pagamenti e coordina il progetto
- 5) Un soggetto terzo esterno che valuta e misura l'impatto sociale verificatosi

Federico Mento, Segretario generale dell'Associazione Social Value Italia ed ex direttore di Human Foundation, nell'articolo denominato "Gli schemi PbR come crash-test per le innovazioni del welfare" definisce i social impact bonds come uno strumento obbligazionario molto distante da quelli tradizionali. L'esperto spiega che attorno ai SIB viene a crearsi una "multistakeholder partnership", che mette i soggetti descritti sopra in una relazione di interdipendenza.

Il meccanismo si basa su un contratto tra intermediario e amministrazione pubblica, la quale promette il pagamento a fronte di risultati sociali positivi. L'intermediario raccoglie i finanziamenti da parte degli investitori interessati ad impattare positivamente sulla società e contatta il fornitore del servizio per realizzare interventi con obiettivi sociali.

Se il risultato viene raggiunto e misurato, la PA restituisce l'investimento con ritorno finanziario, direttamente proporzionale al grado degli esiti positivi ottenuti.

Mento sostiene che l'utilizzo di strumenti Pay by Result permette di ottenere diversi vantaggi. Il primo fra questi è l'assegnazione di risorse pubbliche a progetti con finalità ad impatto sociale positivo, in secondo luogo i PbR favoriscono l'integrazione tra i diversi fornitori di servizi, in modo da implementare al meglio l'intervento in un'ottica collettiva. Infine, grazie ai SIB, viene facilitato l'utilizzo di rigorosi strumenti di

misurazione dei risultati d'impatto, al fine di sostenere un approccio più stabile della gestione delle performance.

2.6 Il progetto di certificazione europea per i green bonds

La commissione europea al fine di promuovere l'integrità del mercato delle obbligazioni tematiche e agevolare il riconoscimento delle stesse, propone di elaborare un regolamento per realizzare l'European Green Bond Standards.

L'obiettivo è quello di creare un "gold standard" volontario per certificare i green bonds, questo permetterebbe di agevolare la raccolta di capitali per finanziare progetti a impatto positivo sull'ambiente, ma soprattutto consentirà di combattere il fenomeno del *greenwashing*¹⁷, purtroppo molto diffuso tra le aziende.

La Commissione europea spiega che il mercato dei GB è cresciuto rapidamente negli ultimi anni e l'Unione Europea è leader mondiale del mercato; tuttavia, i titoli obbligazionari verdi emessi dall'ente rappresentano solo il 2,6% delle emissioni totali delle obbligazioni europee. Fornire un ambiente sicuro e regolamentato, significherebbe rafforzare il ruolo dell'euro, semplificare la raccolta di fondi per investimenti verdi notevoli e favorire anche il raggiungimento degli obiettivi del Green Deal¹⁸.

Lo standard europeo che certifica i green bonds sarà su base volontaria e sarà rivolto a tutti gli emittenti Ue ed extra-Ue (società, istituzioni finanziarie, enti sovrani ecc.) che sono intenzionati ad erogare le loro obbligazioni denominandole come "Obbligazioni verdi europee", le quali dovranno rientrare nei requisiti uniformi stabiliti dalla Commissione.

Il requisito fondamentale richiesto dall'Ue è quello relativo all'allocazione dei proventi raccolti tramite obbligazioni verdi. I fondi in questione devono essere assegnati, prima della scadenza del bond, ad attività economiche che siano allineate con le linee guida

¹⁷ "Strategia di comunicazione o di marketing perseguita da aziende, istituzioni, enti che presentano come ecosostenibili le proprie attività, cercando di occultarne l'impatto ambientale negativo" Treccani, Neologismi, 2021.

¹⁸ "Si chiama "Green Deal" ed è il piano con il quale l'Europa punta a dare una direzione più sostenibile alla propria economia. È uno dei pilastri piantati dalla presidente della Commissione Ursula von der Leyen, che sin dal suo primo discorso ufficiale ha posto l'obiettivo di rendere l'Europa "il primo continente a impatto climatico zero del mondo entro il 2050", con un taglio delle emissioni del 50-55%." Gruppo Bancario Pictet, 2020.

della *tassonomia dell'Unione europea*. Si tratta di un sistema di classificazione, attinente ad un elenco di attività economiche valutate come sostenibili dal punto di vista ambientale.

Al fine di erogare obbligazioni verdi più sicure per gli investitori e indirizzare gli investimenti nelle aree con maggiore necessità, la Commissione Ue prevede per i green bonds la nomina di un revisore esterno che certifichi la conformità agli standard europei. Sotto questo aspetto, il Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG), gruppo di 35 esperti in materia di finanza sostenibile istituito dalla Commissione europea, ha suggerito di delegare l'European Securities and Market Authority (ESMA) di costruire un sistema di attribuzione di certificatori dei green bonds europei. L'ESMA dovrà appurare che i cosiddetti "verifiers" soddisfino tutte le condizioni per la registrazione e dovrà assicurarsi che i requisiti vengano mantenuti su base continuativa.

Nel sistema di certificazione verde per i bonds i revisori esterni ricoprono un ruolo di fondamentale importanza; essi sono necessari al fine di mantenere l'integrità del mercato e nel valutare la sostenibilità delle obbligazioni e delle attività che andranno a finanziare.

2.7 Caso studio: Rigoni di Asiago e Banca Intesa

Il Gruppo Banca Intesa San Paolo è uno tra i più prestigiosi istituti bancari all'interno del settore della finanza d'impatto. Al riguardo Banca Intesa nel Piano Impresa 2018-2021 ha dichiarato di voler diventare la prima Banca d'impatto al mondo. Per raggiungere questo obiettivo, ha apportato un ampliamento al numero di categorie di beneficiari del credito sociale e ha creato un Fondo d'impatto di 250 milioni di euro, il quale consentirà l'erogazione di capitali per alcune categorie escluse dall'economia.

Un progetto degno di nota condotto da Banca Intesa è quello intrapreso con la rinomata impresa Rigoni di Asiago, gruppo italiano attivo nel settore alimentare e conosciuto per offrire prodotti Bio da oltre cento anni.

L'impresa agricola Rigoni, fin dalla nascita, si occupa di produzione di alimenti biologici; lo scopo primario è quello di preservare l'equilibrio eco sistemico, rispettando l'ambiente e praticando severi controlli su tutta la filiera.

Inoltre, l'impresa dell'Altopiano di Asiago rivolge un'importante attenzione al personale operativo, assicurando un approccio di lavoro etico, valorizzando ogni lavoratore e garantendo la massima sicurezza in termini di attrezzature e salute.

A febbraio 2021 i due enti hanno siglato un accordo che prevede il finanziamento di progetti di crescita sostenibile attuati dall'impresa agricola.

Intesa San Paolo ha erogato un finanziamento pari a 2.850.000 euro con l'obiettivo di incoraggiare e attuare programmi di promozione della cultura sostenibile, indirizzati alla quota di clienti e fornitori che fa parte dell'intero ecosistema aziendale.

Il secondo obiettivo del finanziamento fa riferimento all'incremento delle ore di formazione per i dipendenti, al fine di discutere e approfondire la sostenibilità sociale e ambientale. L'intento è quello di inserire le pratiche discusse durante il programma, non solo negli ambiti lavorativi, ma anche nell'ambito domestico della vita quotidiana.

Questi programmi mirano a creare un circolo virtuoso di valore. Educando clienti, fornitori e dipendenti, si andrà a migliorare le condizioni ambientali e sociali. Il beneficio ben presto si riverterà sull'impresa, permettendole di risparmiare e ridurre i rischi legati alla salute e all'ambiente.

Il piano è stato attuato grazie ad un innovativo strumento finanziario introdotto dalla San Paolo: S-Loan.

Sustainability Loan è una soluzione avanzata di finanziamento con orientamento temporale di medio-lungo termine; il prodotto è stato appositamente disegnato per le imprese che vogliono contribuire con la loro attività ad impattare positivamente a livello ambientale e sociale. Attraverso S-Loan, le PMI vengono sostenute durante l'intera durata del progetto, grazie alle condizioni dedicate e agevolate. Il funzionamento si sostanzia in un meccanismo di premialità, dove per ogni anno in cui l'impresa riuscirà a raggiungere gli obiettivi prefissati di miglioramento in ambito di sostenibilità, otterrà uno sconto sul finanziamento. Questo procedimento ha come fine ultimo quello di premiare i comportamenti virtuosi in tema socio-ambientale e dunque di incoraggiare ad ottenere risultati sempre migliori.

I progressi in ambito ESG vengono valutati mediante l'utilizzo di indicatori di performance condivisi e denominati anche come KPI (Key Performance Indicators).

Lo strumento Sustainability Loan è stato lanciato nel 2020 e in due anni sono stati finanziati oltre 715 progetti con 1,2 miliardi di euro.

Intesa San Paolo spiega che il 70% delle aziende che hanno deciso di intraprendere questa tipologia di programmi si è direzionata verso percorsi di miglioramento ambientale, utilizzando di conseguenza dei KPI di tipo “Environment”. Tra le coppie più utilizzate di indicatori di performance cita:

- “introduzione di una politica di approvvigionamento che integri considerazioni ambientali e sviluppo di programmi di incremento del welfare dei dipendenti”
- “quota di fatturato dedicata alle attività di sostegno alla comunità e sviluppo di programmi di incremento del welfare dei dipendenti.”

Gli S-Loan di Banca Intesa appartengono a cinque categorie.

Il primo è denominato “S-Loan ESG”, si tratta di uno strumento di prestito per finanziare progetti sostenibili come ad esempio: approvvigionamento di energia da fonti rinnovabili, bioenergia, politiche che integrino considerazioni ambientali ecc. Per l’ambito sociale, invece, si fa riferimento ad attività di sostegno alle comunità organizzate, sviluppo di programmi di coinvolgimento dei clienti e/o fornitori sul tema della sostenibilità, oppure sviluppo di programmi di incremento del welfare dei dipendenti, per quanto riguarda l’aspetto di governance.

Il secondo S-Loan è dedicato ai programmi di contrasto al cambiamento climatico. Questi sono solitamente indirizzati all’approvvigionamento di energia da fonti rinnovabili e iniziative per la tutela e ripristino delle biodiversità.

Troviamo poi il terzo “S-Loan Diversity”, finanziamento rivolto a promuovere la parità di genere ed in particolar modo a valorizzare il ruolo della donna nel contesto socioeconomico, promuovendo l’occupazione femminile e programmi di welfare in azienda dedicati alle donne.

“S-Loan Agribusiness” è il quarto, dove è possibile ritrovare KPI relativi alla riduzione di consumi idrici, all’utilizzo di veicoli agricoli con ridotto impatto ambientale e all’adozione di impianti di energia rinnovabile per la produzione di energia elettrica e termica.

L'ultimo è l'"S-Loan Turismo", adatto per le società del settore turistico che vogliono acquistare l'energia elettrica da fonti rinnovabili, ridurre i consumi energetici e ristrutturare gli assets immobiliari rispettando gli standard di bioedilizia.

A seconda della tipologia di strumento finanziario S-Loan prescelto, questo può essere accompagnato da una delle principali garanzie statali.

Tra queste è importante citare la Garanzia SACE Green. SACE è una società specializzata nel settore assicurativo finanziario, controllata dal Ministero dell'economia e delle finanze. Il Governo nel 2020 l'ha identificata come attuatrice del Green Deal italiano, grazie ad un nuovo programma di coperture che beneficiano della garanzia dello Stato. Le garanzie SACE Green sono dedicate a tutte le aziende italiane di qualsiasi dimensione con fatturato pari o inferiore a 500.000 euro e che hanno interesse, con la loro attività economica, a promuovere progetti sostenibili in linea con la Tassonomia europea.

L'importo massimo che può essere finanziato è di 15 milioni, con una durata da 2 a 20 anni; è possibile beneficiare della garanzia a titolo oneroso di SACE per una percentuale massima dell'80% dell'importo dovuto, compreso di capitale ed interessi, quest'ultima è definita da SACE durante l'approvazione dell'operazione.

Il caso studio di San Paolo e Rigoni mostra come anche altri strumenti finanziari, oltre le obbligazioni verdi e sociali descritte in precedenza, siano in grado di sostenere e sviluppare il mercato della finanza d'impatto. A tal proposito il quotidiano "il Giornale", nell'articolo "Da Intesa prestiti contro il cambiamento climatico. Le mosse delle altre big e il ruolo di Sace" dell'agosto 2021, descrive i finanziamenti green come il nuovo mantra degli istituti di credito. La testata giornalistica sottolinea come in poco tempo le tematiche ESG siano diventate il fulcro su cui si concentra e si concentrerà il commercio attuale e del futuro.

Come Intesa San Paolo esistono molti altri istituti bancari sul territorio che offrono finanziamenti agevolati a sostegno delle PMI nell'ambito della sostenibilità. Tra questi indichiamo: Unicredit, Banco Bpm, Crédit Agricole e Banca Etica. Le banche oggi vogliono e devono essere partecipi nella transizione ecologica del Paese; esse rappresentano il mezzo principale attraverso cui creare valore condiviso a sostegno dell'ecosistema ambientale e sociale.

Capitolo III: Come misurare l'impatto sociale e ambientale prodotto dagli investimenti finanziari

Gli investitori che decidono di impiegare i propri capitali negli strumenti finanziari dell'impact investing, o che chiedono un finanziamento come azienda per apportare dei miglioramenti all'ambiente e/o alla società, sono chiaramente interessati a conoscere l'andamento ed i risultati relativi alle loro scelte di collocamento del denaro.

In generale è di fondamentale importanza quantificare, in termini monetari e non, l'efficacia di un'azione, in quanto questo permette di valutare le decisioni prese in passato ed orientarsi per quelle future.

Il Forum per la Finanza Sostenibile, in collaborazione con la Social Impact Agenda per l'Italia, nel documento "Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale", descrive la misurazione degli impatti in questo modo: "Misurare gli impatti significa dunque stabilire delle connessioni causali tra attività implementata e gli effetti osservati, analizzando se e in che misura questi ultimi sono riconducibili all'attività e/o ad altre cause."

Gli enti riportano che esistono due tipologie di impatto: impatto diretto ed indiretto.

Il primo si riferisce al singolo progetto o intervento che viene finanziato con una determinata somma di capitali; il secondo, invece, fa riferimento all'intero portafoglio di investimenti. In quest'ultimo caso quindi l'impatto complessivo prodotto sarà dato dalla somma degli effetti derivanti da ciascun titolo che compone il portafoglio; chiaramente ogni singolo impatto sarà ponderato per il rischio di esposizione ed il tempo per cui si posseggono gli investimenti.

In questa analisi ci concentreremo esclusivamente sulla misurazione degli impatti diretti, approfondendo le metodologie esistenti e le difficoltà d'impiego.

Una rilevazione solo monetaria, spiega il Forum per la Finanza Sostenibile, impiegando indici di rendimento e altri valori economici, non sarebbe affatto esaustiva per questa tipologia di investimenti. Al fine di informare gli investitori privati o istituzionali è auspicabile l'utilizzo degli indicatori di risultato, ovvero indicatori che esprimono i risultati dell'attività svolta, apprezzati in base agli obiettivi prefissati.

Gli esperti sottolineano che per poter valutare un impatto ambientale o sociale è necessaria una valutazione degli obiettivi, sia ex ante (prima), sia ex post (dopo),

l'attivazione di uno specifico programma. La prima permette di considerare le condizioni da cui si parte e di fissare gli obiettivi che si vogliono raggiungere mediante l'attivazione dei piani dedicati. La valutazione ex post, invece, è un vero e proprio strumento di feedback. Permette di misurare i progressi realizzati e quelli ancora da conseguire, consentendo ai responsabili del progetto di prendere decisioni relativamente al mantenimento o alla modifica delle operazioni.

Le misurazioni ex post sono più onerose rispetto alla prima, sia in termini di denaro che di tempo, in quanto è necessario raccogliere i dati e analizzarli tenendo conto dello scopo prefissato e delle possibili variazioni presentatesi.

3.1 L'impatto non finanziario ed i tempi di realizzazione

Prima di procedere con la descrizione del processo di misurazione e delle diverse metodologie disponibili, è bene comprendere con che tempistiche può realizzarsi l'impatto sociale o ambientale.

Esistono obbligazioni ad impatto istantaneo dove il risultato benefico si verifica subito dopo l'atto del finanziamento; solitamente si tratta di finanziamenti agevolati o a fondo perduto in cui l'investitore non è a conoscenza in maniera dettagliata di come verrà utilizzato il denaro. Diletta Lenzi nell' articolo "La finanza d'impatto e i green e social bonds" spiega che questo avviene quando l'impatto sociale e/o ambientale coincide con l'oggetto sociale dell'organizzazione beneficiaria che andrà a generare effetti favorevoli. Di seguito la professoressa Lenzi porta ad esempio i social bonds che servono a finanziare i centri di ricerca oncologica Aifa.

L'altra tipologia di obbligazioni tematiche viene chiamata invece "di lungo periodo", in quanto l'impatto sarà misurabile e valutabile solo una volta che le attività con ricadute positive su ambiente e società, sono state svolte dall'organizzazione beneficiaria dell'investimento. La realizzazione e le tempistiche di concretizzazione dell'impatto dipenderanno totalmente dalla collaborazione esercitata dal beneficiario, rendendo dunque complicato anche il controllo e il tracciamento dei proventi.

Un esempio riportato nel documento di Diletta Lenzi sono i finanziamenti per la riforestazione di aree boschive o la costruzione di strutture ospedaliere.

In questo elaborato ci occuperemo di comprendere come avviene la misurazione e la valutazione delle obbligazioni con realizzazione dell'impatto di lungo termine.

3.2 Il processo di misurazione dell'impatto sociale

Come enunciato nel primo capitolo (paragrafo 1.4), non sussiste ancora una definizione di impatto sociale condivisa a livello internazionale. A tale riguardo l'Associazione Social Impact Agenda per l'Italia assume come spiegazione di impatto sociale: "l'insieme degli effetti a lungo termine, positivi o negativi, primari o secondari, prodotti da un intervento di sviluppo, diretto o indiretto, voluto o involontario." Gli elementi cardini della valutazione dei risultati sociali messi in evidenza dall'ente nazionale sono: il lungo periodo, gli aspetti di miglioramento, ma anche di peggioramento sociale, l'intenzionalità delle azioni, comprendendo anche l'involontarietà di queste ed infine l'insieme di elementi interni ed esterni al progetto che possono influenzare le operazioni.

Impronta Etica, National Partner Organization di CSR Europe¹⁹, affiancata da SCS Consulting, società di consulenza di direzione nata a Bologna, ha formulato un processo comune di misurazione dell'impatto sociale composto da sei fasi.

Questo insieme di operazioni vogliono essere delle linee guida per le organizzazioni che necessitano di riportare dati relativi ai risultati ottenuti in ambito sociale.

Solitamente questa procedura è utilizzata per misurare gli impatti dopo la realizzazione del progetto, ma a volte può essere impiegata per stimare i risultati attesi prima della concretizzazione del progetto.

3.2.1 Definizione dell'ambito di analisi

La prima fase fa riferimento alla delimitazione della materia di analisi. È di fondamentale importanza stabilire i confini d'esame; determinando quale sarà l'oggetto di studio si poggiano le basi del processo di misurazione.

All'interno della "definizione dell'ambito di analisi" è necessario individuare l'*obiettivo di misurazione* al fine di soddisfare le richieste informative degli stakeholder.

Impronta Etica all'interno della sua guida identifica tre tipologie di obiettivi perseguibili.

¹⁹ Principale business network europeo per la Sostenibilità e Responsabilità d'impresa.
Fonte: www.csreurope.org

- Il primo è “l’obiettivo-decisione”, sulla base del quale è possibile stabilire se conviene perseguire un programma d’intervento a beneficio delle società, dopo che sono stati presi in considerazione gli impatti attesi, oppure, se è opportuno ampliare un progetto già portato a termine. Queste valutazioni vengono svolte a seconda del fatto che la misurazione avvenga ex ante o ex post.
- Il secondo obiettivo di rilevamento è rivolto ad apprendere come replicare e/o adattare un “progetto pilota” a diversi contesti. Tipicamente si tratta di misurazioni ex post.
- L’ultimo obiettivo di misurazione è indirizzato ad informare i beneficiari del progetto dedicatogli e i finanziatori relativamente ai progressi raggiunti o ancora da concretizzare.

Il secondo elemento di essenziale individuazione, all’interno della prima fase del processo di misurazione, è *l’oggetto della valutazione*, ovvero ciò che si vuole andare a misurare.

L’Associazione consiglia in prima istanza di identificare lo scopo dell’organizzazione stessa che ha deciso di implementare il progetto, questo permetterebbe di rintracciare con più facilità l’oggetto della valutazione e dunque a rendicontare gli impatti sociali rappresentativi per essa.

La definizione dell’ambito di analisi può essere svolta sia da soggetti interni all’organizzazione sia da soggetti esterni ad essa. Nel caso in cui si decidesse di condurla internamente è importante assicurarsi di possedere le competenze adeguate.

3.2.2 Individuazione e coinvolgimento degli stakeholder

La seconda fase del processo di misurazione prevede *l’individuazione e coinvolgimento degli stakeholder*. Questi rappresentano tutti i soggetti che gravitano attorno all’organizzazione e in particolar modo gli individui coinvolti nel progetto sociale.

Questi sono rappresentati da: beneficiari del programma, l’intera comunità circostante, i finanziatori, i governi, i media ed il gruppo di lavoro che si occupa della parte operativa.

Capire chi sono i portatori d’interesse relativamente ad un preciso progetto di miglioramento sociale è fondamentale per la riuscita dell’intervento stesso.

L’individuazione degli stakeholder, dei loro bisogni e delle loro aspettative permette di avere un sostegno importante al fine della raccolta dati e informazioni significative.

Impronta Etica sottolinea tre fasi cruciali nell'individuazione e coinvolgimento degli stakeholder.

- Prima di tutto bisogna *identificare e mappare gli stakeholder*. Per decidere se includere o meno un portatore d'interesse nel processo di misurazione è necessario comprendere se il soggetto ha subito o subirà cambiamenti positivi o negativi grazie al progetto svolto o ideato. Il documento riporta anche una linea guida dello standard AA1000 Stakeholder Engagement, sviluppato dall'ISEA, secondo il quale, per una corretta individuazione degli stakeholder, bisogna prendere in considerazione due principi cardine: *rappresentatività* e *inclusività*. Il primo prevede che la maggioranza delle richieste e aspettative siano rappresentate, mentre il secondo considera l'inclusione di tutti i portatori d'interesse rilevanti per le questioni enunciate prima.

La mappatura degli stakeholder consiste invece nel comprendere come i soggetti interessati hanno a che fare con l'organizzazione e l'intervento messo in atto. Conoscere la relazione e la motivazione che lega questi individui al progetto è essenziale per concepire i loro bisogni e aspettative, ma soprattutto per una corretta misurazione dell'impatto.

- Una volta identificati e mappati gli stakeholder, la seconda fase prevede *l'ordinamento dei soggetti individuati*. Si tratta in pratica di classificare le figure indicate come portatrici di interessi, in base al livello di priorità assegnatoli. La priorità dipenderà dall'influenza che i soggetti hanno sull'oggetto di misurazione e dalla loro dipendenza dagli esiti dell'operazione sociale.
- L'ultima fase si concentra sul coinvolgimento degli stakeholder. Instaurare una relazione di dialogo, mediante canali di comunicazione adeguati, è fondamentale per comprendere a pieno i cambiamenti, sia positivi che negativi, derivanti dal progetto e dunque per scegliere gli indicatori più adeguati alla misurazione. La comunicazione con gli stakeholder deve durare per tutto il ciclo dell'intervento, al fine di comprendere al meglio le loro esigenze e aspettative, di monitorare l'andamento del progetto e dunque modificare alcune operazioni in corso d'opera. Infine, relazionarsi coi portatori d'interesse è imprescindibile per raccogliere informazioni veritiere, con l'intento di misurare l'impatto ottenuto.

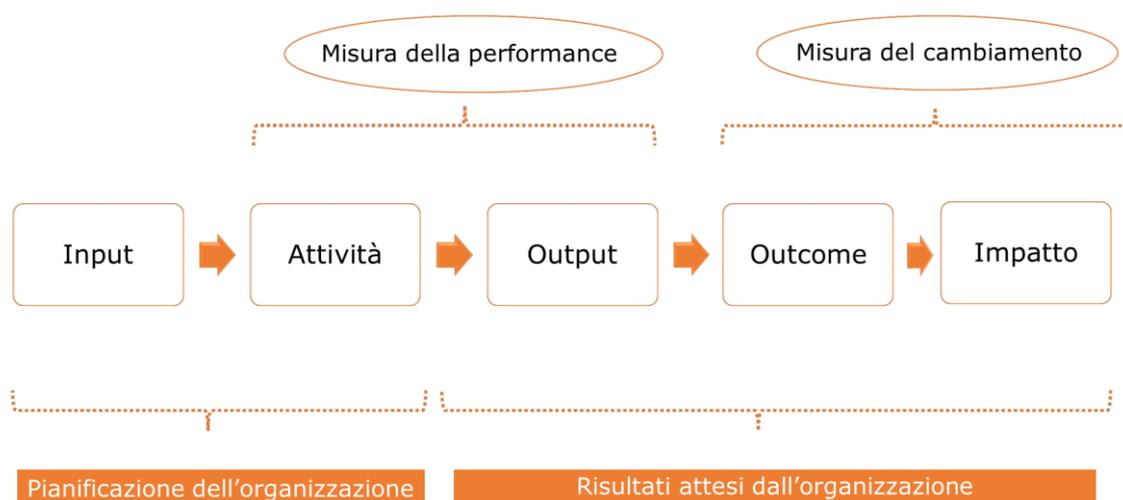
3.2.3 Comprensione del processo di cambiamento

Passiamo ora ad analizzare la terza fase del processo di valutazione dei risultati sociali. Dopo che gli stakeholder sono stati individuati, sono state mappate le loro necessità, aspettative o si è dialogato relativamente ai cambiamenti avvenuti grazie all’iniziativa, giunge il momento di comprendere logicamente come il mutamento è avvenuto o avverrà. Il modello logico proposto da Impronta Etica, col supporto dalla società SCS Consulting, è l’*impact value chain*, ovvero la catena del valore dell’impatto.

Lo schema individua ed esemplifica in maniera chiara i passaggi attraverso cui il progetto ha generato o genererà i cambiamenti di tipo sociale.

L’Impact Value Chain è stata ideata dal professore Clark nel 2004 e successivamente revisionata nel 2014 dal Working Group Impact Measurement, membro del Social Impact Investment Taskforce. Il modello è basato sul meccanismo di concatenazione di input, attività, output, outcome e impatto, grazie ai quali si è sviluppata o si svilupperà l’iniziativa.

Figura 2: Impact Value Chain



Fonte: “Le linee guida per la misurazione dell’impatto sociale” Impronta Etica in collaborazione con SCS Consulting

L’immagine soprastante raffigura graficamente il funzionamento della catena del valore dell’impatto, formata da cinque elementi cardine.

- Il primo fattore da cui tutto ha origine sono gli *input*. S'intendono risorse di varia natura come: denaro, competenze, beni strumentali, materie prime, impianti, tempo ecc.

Essi rappresentano i mezzi grazie ai quali il progetto può essere realizzato, ma anche i costi e gli investimenti che l'organizzazione ha sostenuto. Questo permette di relazionare i risultati ottenuti, grazie alle risorse impiegate e conseguire un'analisi di efficienza.

- Si passa poi alle *attività*, azioni concrete svolte, o che saranno svolte, da professionisti e operatori per realizzare i miglioramenti sociali relativi all'iniziativa. Il documento le definisce come "le modalità attraverso cui l'organizzazione ha impiegato le risorse e investimenti".

Nella Figura 2 notiamo che *input* e *attività* fanno parte del *processo di pianificazione dell'organizzazione*, ovvero quella fase in cui si definiscono le strategie che permetteranno il raggiungimento degli obiettivi prefissati. È quindi fondamentale pianificare le risorse che saranno impiegate e le attività che saranno svolte, programmando tempistiche, modalità e luoghi.

- Il terzo elemento chiave dell'Impact Value Chain sono gli *output*. Questi si sostanziano nei risultati immediati e misurabili ottenuti dalle attività sviluppate.

Attività e *output*, come notiamo nella Figura 2, sono elementi su cui vengono misurate le performance. Quest'ultima misurazione consiste nel quantificare numericamente i risultati di output ottenuti da processi e attività, in cui sono state collocate le diverse risorse a disposizione.

- Al quarto componente corrisponde l'*outcome*. Solitamente l'*outcome* è rappresentato come il risultato finale intangibile e difficile da misurare. In questo caso esso è rappresentato da tutti i cambiamenti, sia positivi che negativi, sia a breve che a lungo termine, che si riscontrano nella vita degli individui.

L'*outcome* può essere diretto se il risultato del progetto influisce direttamente sulla vita dei beneficiari, oppure indiretto se influirà trasversalmente sui destinatari o su altri soggetti. Questi infine possono essere effetti previsti oppure effetti non attesi.

- L'ultimo elemento dell'Impact Value Chain è l'*impatto*, il quale viene descritto da Impronta Etica come: "una misura di outcome al netto dei cambiamenti

imprescindibili, che sarebbero avvenuti ugualmente anche senza il progetto, e di quelli osservabili ma attribuibili ad altri interventi". L'impatto vuole dunque rappresentare appieno i cambiamenti apportati dall'iniziativa, depurando il risultato finale dai cambiamenti non controllabili dall'uomo e da altre influenze esterne.

La *misura del cambiamento*, come rappresentato nella Figura 2, si baserà prevalentemente sugli elementi *di outcome* e *impatto* appena descritti.

Al fine di comprendere al meglio come è avvenuto il processo di cambiamento sociale, è indispensabile conoscere l'ambiente in cui l'organizzazione opera, in quanto tutte le operazioni saranno influenzate dal contesto generale.

È opportuno individuare e considerare in via anticipata i numerosi fattori o rischi esterni che l'organizzazione non può controllare. Questo consentirà di pianificare in maniera più adeguata alle circostanze l'intervento, prevenendo possibili danni sociali, e di valutare correttamente, grazie alla catena del valore dell'impatto, come il cambiamento sociale ha preso forma.

3.2.4 Misurazione, scelta degli indicatori e calcolo del ritorno sociale sull'investimento

Una volta che sono stati individuati gli elementi cardine che hanno reso possibile il cambiamento sociale (o che lo renderanno possibile), viene il momento di quantificare numericamente, attraverso la misurazione, i fattori di output e di outcome.

In particolar modo la misurazione di questi due elementi appare molto problematica, in quanto all'interno della sfera sociale i risultati immediati e gli effetti prodotti sono intangibili e dunque difficili da quantificare numericamente.

La valutazione e la scelta degli indicatori è la fase dove si entra nel vivo del processo di misurazione dell'impatto; per fare ciò si ricorre all'utilizzo di alcuni indicatori sociali. Questi possono essere quantitativi se si riferiscono ad aspetti quantificabili, oppure qualitativi se si riferiscono a fenomeni per loro natura non suscettibili a misurazione.

Gli indicatori in questo caso hanno una funzione valutativa: mirano a valutare i miglioramenti del contesto in relazione agli obiettivi sociali prefissati.

L'output viene quantificato mediante degli indicatori che esprimono i risultati dell'attività svolta, rapportandoli agli obiettivi stabiliti in fase di pianificazione strategica

del progetto. I rilevatori di output possono essere di tipo quantitativo, ma anche qualitativo; tuttavia, essi forniscono informazioni solo relativamente all'efficienza dell'iniziativa sociale. Esprimono, infatti, le relazioni input-output volte a sottolineare la capacità di minimizzare le risorse a parità di risultati.

L'elemento di outcome è invece misurato mediante indicatori che vogliono rappresentare, attraverso dei numeri, l'impatto o il cambiamento subito dai portatori d'interesse e generato dalle operazioni a scopo benefico sulla società. La misurazione di questo secondo elemento consente di fare una valutazione d'efficacia, ovvero l'effettiva capacità del progetto di realizzare gli obiettivi attesi.

Tra gli indicatori sociali maggiormente utilizzati nella valutazione dell'impatto ritroviamo: tasso di povertà, livello di formazione concluso, speranza di vita in buona salute, percentuale di salari bassi, accesso alle cure ecc.

Il documento elaborato da Impronta Etica suggerisce di selezionare gli indicatori in base ad alcune caratteristiche possedute dagli stessi.

Un indicatore deve essere: *rilevante* rispetto all'obiettivo di misurazione individuato nella prima fase del processo, *specifico* in relazione all'oggetto della misurazione, *ricettivo e sensibile* ai cambiamenti che possono verificarsi nel tempo, *attendibile, monitorabile* per tutta la durata del progetto, in modo da poter comparare le diverse informazioni raccolte, ma soprattutto deve essere *pratico*, cioè semplice da utilizzare.

Le organizzazioni possono basarsi sugli indicatori standardizzati, forniti ad esempio dal Global Impact Investing Network e dal Global Reporting Initiative.

L'organizzazione internazionale GIIN ha elaborato un sistema di metriche per comprendere le prestazioni d'impatto, denominandolo Impact Reporting and Investment Standard. Questa serie di indicatori permette una facile comprensione, per aziende ed investitori, dei risultati ottenuti dall'intervento ed inoltre consente di intuire in breve tempo come migliorare i risultati nel futuro. L'obiettivo è quello di fornire risultati trasparenti, credibili e accurati.

Il Global Reporting Initiative invece, organizzazione internazionale che si dedica allo sviluppo delle linee guida più utilizzate per il reporting di sostenibilità, riferisce nello standard G4 Sustainability Reporting Guidelines una serie di indicatori che consentono

la rilevazione e la comunicazione dei risultati ed impatti sociali. Essi prevedono specifici livelli di applicazione a seconda della quantità di informazioni da rendicontare.

Per alcune organizzazioni potrebbe risultare importante monetizzare, ovvero tradurre in termini monetari, i risultati di outcome. Questa operazione è molto utile per confrontare i benefici sociali riscontrati o stimati ed anche per includere gli esiti nell'analisi costi-benefici.

Impronta Etica sottolinea come non sia semplice trasformare in termini monetari i benefici sociali, in quanto non si tratta di beni di commercio con un prezzo di mercato. È dunque necessario dotarsi di una proxy, ovvero strumenti di approssimazione che stimano il valore finanziario dei benefici sociali ottenibili od ottenuti.

Le tecniche per la valutazione dei beni non di mercato sono riconducibili a tre tipologie. I primi sono i *metodi basati sul risparmio o sulla perdita conseguita*, essi stimano il valore finanziario equiparando il valore di un bene non prezzato sul mercato all'effettiva riduzione dei costi esistenti.

La seconda tipologia è basata sulle *preferenze dichiarate*, si tratta di un metodo che prevede l'utilizzo di questionari somministrati ad una porzione di popolazione col fine di identificare il comportamento dei soggetti, in un ipotetico mercato in cui il bene viene commerciato. In particolar modo si indaga sulla disponibilità a pagare, per ottenere il bene o servizio in questione; questo determinerà il valore monetario.

L'ultima tecnica di monetizzazione è basata sulle *preferenze rilevate*. Esiste il metodo del *prezzo edonico*, il quale stima il valore del bene usufruendo del prezzo di mercato di un altro bene ad esso collegato e supponendo che il prezzo del bene da stimare sia già ricompreso in quello del bene correlato.

L'altro criterio invece è denominato *metodo del costo di viaggio*, il quale stima il valore monetario del bene in analisi rifacendosi al costo di viaggio che gli utenti sono disposti a sostenere per ottenere quel servizio o bene.

Una volta trasformato l'outcome sociale in valore monetario è possibile calcolare il ritorno sociale derivante dall'investimento.

Un metodo molto accreditato per misurare il ritorno sociale generato da un determinato progetto è il cosiddetto Social Return On Investment (SROI).

Questa metodologia è simile all'indice di bilancio ROI utilizzato nell'analisi di bilancio economico-finanziaria; infatti, il Social Return On Investment evidenzia qual è il ritorno socio-economico generato da ogni euro investito nel progetto.

Nel documento "Guida al Ritorno Sociale sull'Investimento", redatto da Human Foundation, ente privato di ricerca che offre soluzioni innovative ai problemi sociali, ritroviamo, al capitolo 5, come calcolare il ritorno sociale sull'investimento, dopo aver interagito con gli stakeholder e dopo aver raccolto i dati necessari grazie all'ausilio delle proxy monetarie.

La formula per calcolare lo SROI è data dal rapporto tra il valore attuale ed il valore degli input, ovvero quel valore che rispecchia le risorse di cui l'organizzazione si è avvalsa per realizzare il progetto in questione.

Il valore attuale, invece, è dato dalla somma dei benefici sociali ricevuti o che verranno ricevuti nei diversi periodi di analisi, i quali saranno attualizzati per essere resi comparabili.

È possibile determinare anche il rapporto SROI netto semplicemente utilizzando il valore attuale netto al denominatore, dato dalla differenza tra valore attuale totale e il totale degli input.

Il metodo dello SROI è in grado di sintetizzare agevolmente gli impatti sociali generati in un valore monetario, ma allo stesso tempo viene ampiamente criticato per l'eccessiva enfasi sugli aspetti quantitativi, per l'ingente costo del processo di monetizzazione e per la troppa approssimazione dei risultati che fornisce.

3.2.5 Metodi di valutazione dell'impatto

Dopo che sono stati misurati i valori di input e outcome, grazie all'aiuto degli indicatori prescelti, viene il momento di valutare l'effettivo contributo del progetto attuato che ha concorso a favorire il cambiamento sociale.

L'impatto è dunque inteso come quella parte di outcome (effetto sulla comunità) che è attribuibile in maniera esclusiva all'iniziativa sociale compiuta. L'outcome totale viene quindi depurato da tutti quei cambiamenti che hanno coinvolto i soggetti e che si sarebbero comunque verificati nel futuro, anche senza l'attuazione di un programma ad impatto sociale.

La differenza tra outcome totale e gli effetti esterni al progetto è chiamato *outcome netto* o più specificamente *addizionalità*. Questo elemento solitamente viene individuato grazie all'*analisi controfattuale*, effettuata ex-post all'intervento. La metodologia appena citata opera ricercando la differenza tra la situazione fattuale (ciò che è accaduto dopo lo svolgimento del programma) e la situazione controfattuale (quello che sarebbe accaduto se il progetto non fosse mai stato messo in atto).

Il fulcro dell'analisi controfattuale risiede nell'adozione di un gruppo di soggetti, detto anche "gruppo di controllo", non beneficiari del progetto sociale, ma con caratteristiche molto simili a quelle del gruppo destinatario dell'intervento.

L'approccio da utilizzare può essere di tipo *sperimentale* se l'assegnazione delle persone ai gruppi è casuale, mentre è di tipo *non sperimentale* o *quasi-sperimentale* se la composizione è stabilita statisticamente per rendere comparabili i gruppi.

Al fine di individuare con esattezza l'impatto generato esclusivamente dall'iniziativa e dunque poter effettivamente comprenderne l'efficacia, la replicabilità e la scalabilità delle operazioni è di fondamentale importanza per stabilire una buona comunicazione con gli stakeholder beneficiari dei miglioramenti e raccogliere i loro giudizi.

Nel caso non fosse possibile condurre un'analisi controfattuale a causa dell'eccessivo costo o di problematiche relative al tempo, è possibile fare una stima dell'outcome netto generato dalle attività. Essa consiste in una "stima approssimata dell'addizionalità" e viene utilizzata anche quando si vuole fare un pronostico ex-ante all'attuazione del programma.

Il documento in analisi riporta che nella pratica, al fine di fare una stima dell'impatto atteso o verificatosi, è necessario sottrarre all'outcome totale osservato, delle componenti:

- la prima fra esse è la cosiddetta *deadweight*; il documento di Human Foundation "Guida al Ritorno Sociale sull'Investimento" la definisce come "la misura della quantità di outcome che sarebbe avvenuta anche nel caso in cui l'attività non avesse avuto luogo." Sarà necessario cercare un gruppo di persone (popolazione), il più possibile simile dal punto di vista socio-economico, in modo da creare una sorta di gruppo di controllo. Potrebbe essere necessario servirsi di

alcune informazioni detenute ad esempio da fonti governative, uffici nazionali, associazioni di categoria ecc.

Human Foundation afferma che il metodo più semplice per stimare la componente deadweight sarebbe quello di individuare un indicatore e monitorarlo nel tempo, al fine di rilevare eventuali differenze tra l'andamento prima e dopo la realizzazione del progetto. Questa prima componente viene calcolata in percentuale e verrà successivamente dedotta dall'impatto totale.

- Il secondo elemento che va sottratto dall'outcome complessivo è lo *spiazzamento*, ovvero la percentuale di impatto negativo generato dal progetto messo in pratica, o che verrà messo in pratica, a discapito di un'altra popolazione o area. Lo spiazzamento non sempre viene individuato e poi sottratto dall'impatto finale, ma, se si è coscienti della sua esistenza, va calcolato senza spendere un tempo eccessivo nella ricerca.
- La terza componente da escludere è detta *attribuzione*. Questa viene definita come "valutazione di quanta parte dell'outcome provenga dal contributo di altre organizzazioni o persone."

Al fine di individuare l'attribuzione, come prima cosa è importante controllare e indagare relativamente alla presenza di altre organizzazioni che contribuiscono alla creazione dell'impatto. Successivamente sarà necessario dialogare con gli attori individuati per comprendere come e in che misura contribuiscono al cambiamento sociale.

- L'ultimo elemento da individuare corrisponde al *drop-off*, componente usata per contabilizzare il processo di riduzione dell'outcome nel tempo.

Nelle circostanze in cui l'impatto totale sia atteso per un periodo di tempo oltre l'anno (o abbia durata superiore all'anno), è necessario monitorare la sua quantità.

Humana Foundation dichiara che solitamente il drop-off viene calcolato sottraendo una percentuale fissa dal livello rimanente di outcome, al termine di ogni anno.

Una volta depurato l'outcome totale da queste componenti si otterrà una stima verosimile di quello che è effettivamente l'impatto prodotto dal progetto in analisi, questo permetterà all'organizzazione di gestire al meglio il processo di cambiamento.

3.2.6 Comunicazione dei risultati e apprendimento

L'ultima delle sei fasi del processo di misurazione dell'impatto sociale prevede la comunicazione dei dati ottenuti e la comprensione degli stessi.

L'operazione di misurazione si conclude solitamente, o obbligatoriamente per le società quotate ed emittenti di titoli obbligazionari che hanno almeno 500 dipendenti, con l'elaborazione di un report relativo all'iniziativa sociale condotta.

L'elaborato è indirizzato ad una duplice categoria di soggetti: i primi sono gli individui esterni, ovvero l'intero pubblico di stakeholder individuato nella prima e seconda fase del processo, mentre la seconda categoria di soggetti è rappresentata dai membri interni dell'organizzazione. Se l'analisi condotta è di tipo valutativo, questa permette all'azienda che ha operato di revisionare le performance, mediante il confronto tra i risultati ottenuti e gli obiettivi prefissati, inoltre consente di ricevere importanti informazioni riguardo i miglioramenti e adattamenti attuabili in futuro.

Il primo requisito fondamentale che deve avere il documento di rendicontazione è uno stile chiaro, diretto e adatto al pubblico ricevente. L'obiettivo primario della comunicazione dei risultati è quello di essere comprensibili per i destinatari, essi devono poter conoscere e apprendere senza troppo sforzo ciò che è stato fatto e ciò che si è verificato.

La seconda fondamentale caratteristica che deve avere il report è la comparabilità. Esso deve essere redatto in modo tale da poter essere confrontato con quello di altre organizzazioni; per poter fare questo è auspicabile l'utilizzo di un sistema di misurazione condiviso, con impiego di indicatori standardizzati.

Gli investitori, insieme agli altri portatori d'interesse, sono interessati a conoscere non solo dati quantitativi e monetari, ma soprattutto quelli qualitativi, al fine di comprendere anche come è stato generato il cambiamento sociale, quali metodologie e assunzioni sono state adottate.

L'organizzazione deve essere il più possibile trasparente nel comunicare gli effetti osservati; all'interno di una buona reportistica devono essere evidenziati, oltre che gli aspetti positivi, i vantaggi e i cambiamenti favorevoli, anche i possibili inconvenienti, sfide ed eventuali risultati negativi ottenuti. Questi ultimi aspetti sono di estrema importanza per tutte le categorie degli stakeholder, i quali hanno bisogno di essere a conoscenza delle possibili complessità riscontrabili in ulteriori progetti sociali futuri.

Infine le informazioni di rendicontazione delle operazioni devono essere semplici da ricercare e reperire. Queste possono essere disponibili sia sul sito web dell'organizzazione, sia in forma cartacea, sia consegnate direttamente ai finanziatori o agli altri soggetti interessati.

3.3 Misurazione e valutazione dell'impatto ambientale

Una volta analizzata e compresa la procedura di misurazione e valutazione dell'impatto sociale, poniamo ora l'attenzione sulla misurazione e valutazione dell'impatto ambientale prodotto dai progetti finanziati dall'impact investing.

Come sottolineato nel capitolo I, la definizione di impatto ambientale è già nota e condivisa dalle istituzioni ormai da anni e dunque questo permette di individuare più agevolmente i confini dell'ambito di analisi.

Anche nel campo della determinazione dell'impatto ambientale solitamente vengono eseguite due misurazioni: una ex-ante ed una ex-post, in modo da poter confrontare i risultati prima e dopo dell'intervento che ha come obiettivo quello di apportare miglioramenti per l'ambiente e l'intero ecosistema.

Solitamente le misurazioni avvengono mediante l'utilizzo di diverse metodologie e indicatori di performance, che verranno in seguito analizzati. Il confronto tra indicatori è di fondamentale importanza in questa procedura in quanto permetterà, anche ad un pubblico non esperto in materia, di comprendere quali sono stati i cambiamenti verificatisi e in che misura.

3.3.1 La normativa ISO 14001

In tema di rendicontazione e valutazione dell'impatto ambientale è bene prestare attenzione alla norma internazionale di gestione ambientale ISO 14001, la quale è stata emanata per la prima volta nel 1996, poi successivamente revisionata nel 2004 ed infine nel 2015.

ISO 14001 è riconosciuto in tutto il mondo come uno degli standard qualitativi più richiesti al mondo, il quale definisce i requisiti del sistema di gestione ambientale che ogni organizzazione dovrebbe possedere. Esso è stato elaborato dall'Organizzazione Internazionale per la Normazione, la più importante struttura a livello mondiale per la

definizione di norme tecniche. L'adesione alla norma europea avviene su base volontaria ed è disponibile per qualsiasi tipo di organizzazione.

Nel documento "Sistemi di gestione ambientale. Requisiti e guida per l'uso", il quale spiega in maniera dettagliata il funzionamento dello standard ISO 14001, l'Organizzazione mondiale definisce lo scopo primario della direttiva in questo modo: "La presente norma internazionale si propone di fornire alle organizzazioni un quadro di riferimento per proteggere l'ambiente e rispondere al cambiamento delle condizioni ambientali in equilibrio con le esigenze del contesto socio-economico. Essa specifica i requisiti che consentono all'organizzazione di raggiungere gli esiti attesi e da essa stessa definiti per il proprio sistema di gestione ambientale".

In relazione all'oggetto di studio, attinente alla misurazione e valutazione dell'impatto ambientale, è possibile riscontrare che, all'interno del documento sopracitato al capitolo 9, sono presenti le indicazioni per la valutazione delle prestazioni ambientali.

La normativa ISO 14001 propone un processo interno di valutazione delle prestazioni ambientali articolato in quattro macro-fasi: misurazione, monitoraggio, analisi e valutazione. La prima fase del processo prevede la misurazione vera e propria dell'impatto ottenuto, la quale deve avvenire mediante l'utilizzo di metodologie e indicatori definiti precedentemente. Essa è intesa come una procedura finalizzata a fornire un valore agli effetti verificatisi.

La seconda fase consente invece di controllare in maniera accurata lo stato del progetto e di modificare, se necessario, alcune attività. La fase di monitoraggio solitamente ha durata pari al progetto, in quanto è necessario aggiornare gli stakeholder sull'andamento delle operazioni.

La fase di analisi invece consiste nell'individuare i fattori, gli effetti e le cause che hanno portato ad ottenere i risultati misurati nella fase antecedente. Nell'ultima fase di valutazione vengono fatte delle considerazioni relative alla buona o cattiva riuscita del programma di miglioramento ambientale; la valutazione dell'efficacia permette inoltre di comprendere come implementare in maniera migliore gli interventi futuri.

La normativa europea indica di determinare preventivamente l'oggetto e l'obiettivo di misurazione, in modo tale da far chiarezza su quello che sarà l'ambito di monitoraggio, misurazione e analisi. Inoltre, è richiesto di delineare le metodologie, i criteri e le tempistiche con cui saranno svolte le attività del processo di rendicontazione.

Il processo di performance evaluation ambientale è basato sul *Ciclo di Deming* o *Ciclo PDCA*, metodologia che prende il nome da William Deming e che consente il miglioramento continuo di una determinata procedura. Esso è formato da quattro fasi: *Plan, Do, Check e Act*, le quali vengono ripetute ciclicamente finché non si riscontra un miglioramento.

La fase *Plan* prevede di delineare la pianificazione della valutazione delle prestazioni e la scelta della metodologia e degli indicatori più adeguati.

Nella fase *Do* vengono raccolti i dati attraverso la misurazione e l'uso dei Key Performance Indicator per estrapolare utili informazioni²⁰. Viene poi il momento della fase *Check* in cui si verifica che le operazioni siano state svolte correttamente, che i dati ottenuti siano stati efficaci e infine avviene la comunicazione delle informazioni.

Nell'ultima fase *Act* è effettuato il riesame della valutazione delle prestazioni appena attuata ed eventualmente vengono apportati dei miglioramenti.

Il *Ciclo di Deming* rappresenta una strategia di miglioramento continuo che è in grado di facilitare la risoluzione di problemi in maniera sistematica dei processi aziendali, come ad esempio quello di misurazione e valutazione degli impatti ambientali prodotti dall'impact investing.

3.3.2 *Life Cycle Assessment*

L'International Organization for Standards ha emanato una serie di norme denominate "ISO 1400", le quali hanno lo scopo di diffondere e incoraggiare l'uso delle buone pratiche rivolte alla protezione dell'ambiente.

Le norme in questione forniscono numerosi strumenti manageriali per le organizzazioni al fine di mantenere sotto controllo gli aspetti e gli impatti ambientali prodotti dalle prestazioni delle aziende sul campo.

Tra questi ritroviamo lo strumento *Life Cycle Assessment (LCA)*, utilizzato per supportare le valutazioni in merito l'impatto generato verso l'ambiente dalle imprese creatrici di prodotti e servizi.

²⁰ Differenza tra dati e informazioni:

- I dati rappresentano una codifica strutturata delle singole entità primarie, essi non sono utili se prima non vengono decodificati.
- Le informazioni rappresentano il risultato di operazioni di elaborazione ed estrazione svolte sui dati (Enciclopedia Treccani, 2017)

Attualmente questa metodologia è strutturata e standardizzata a livello internazionale grazie all'intervento delle norme ISO 14040:2006 e ISO 14044:2006.

Life Cycle Assessment è un sistema analitico che permette di valutare gli effetti ambientali generati lungo l'intero ciclo di vita di un prodotto, servizio o progetto, dedicato al miglioramento delle condizioni dell'ecosistema. L'ente non profit Rete Clima, promotore di azioni di Corporate Social Responsibility, all'interno del proprio sito web, elenca e analizza le quattro fasi che compongono questo procedimento:

- 1 Definizione dell'obiettivo e del campo di analisi
- 2 Analisi d'inventario
- 3 Valutazione dell'impatto
- 4 Interpretazione

Al fine di ottenere una corretta misurazione, nella prima fase è necessario individuare l'obiettivo che si vuole ottenere applicando il processo di LCA, e dunque definire il campo di applicazione indicando il sistema che verrà analizzato, le categorie di dati che saranno studiati e i metodi di valutazione che verranno utilizzati.

La seconda fase è quella maggiormente operativa, dove infatti sarà necessario raccogliere dati relativi a: risorse in entrata, emissioni, flussi di servizi in uscita e i relativi flussi di scarto prodotti. Per fare ciò è fortemente consigliato dall'Organizzazione mondiale di sviluppare un modello rappresentate il funzionamento del sistema in analisi. Una volta ottenuti dei risultati, sarà possibile valutare l'impatto che il processo ha avuto sull'ambiente e sulla salute dell'uomo.

La norma ISO 14044:2018 prevede una valutazione dell'impatto ambientale composta da due fasi obbligatorie e fondamentali: *classificazione* e *caratterizzazione*.

La classificazione consiste nell'assegnare a ciascun risultato ottenuto nella seconda fase del processo di Life Cycle Assessment, una categoria d'impatto (esempi: consumo d'acqua, uso del territorio, tossicità umana, aumento dell'effetto serra ecc.).

Nella fase di caratterizzazione, invece, vengono quantificati gli impatti ambientali (prodotti dagli elementi individuati nella fase di analisi d'inventario), all'interno delle categorie d'impatto ambientale appena evidenziate. Questa operazione viene solitamente svolta grazie all'ausilio di "fattori di caratterizzazione", che permettono di comprendere i diversi contributi in riferimento alle categorie d'impatto.

La fase conclusiva è quella d'interpretazione dove vengono riepilogati i risultati ottenuti dagli studi, evidenziati i punti di maggiore criticità e suggerite alcune raccomandazioni per il futuro, inerenti all'obiettivo dell'intervento. In quest'ultima fase è anche fondamentale illustrare i risultati ottenuti con estrema trasparenza e chiarezza, siano essi positivi o negativi, al fine di rendere facile la consultazione per i portatori d'interesse.

3.3.3 Carbon Footprint

La fase di valutazione appena analizzata prevede la classificazione dei differenti risultati ambientali, i quali contribuiscono alla realizzazione del cambiamento.

Una delle categorie d'impatto maggiormente studiata negli interventi impact investing è "l'aumento dell'effetto serra antropologico", misurato mediante il calcolo della quantità di emissioni di CO2 nell'atmosfera.

Questo processo è chiamato anche "misurazione dell'impronta di carbonio" o "Carbon Footprint"; esso rappresenta un sottoinsieme dello studio di Life Cycle Assessment.

L'impronta di carbonio è uno degli ambiti della sostenibilità in cui la finanza d'impatto cerca d'intervenire monitorando e diminuendo, con specifici interventi di miglioramento, le emissioni di anidride carbonica che influiscono negativamente sulla salute dell'intero ecosistema.

Il Forum per la Finanza Sostenibile, insieme alla Social Impact Agenda per l'Italia, riportano nel documento "La finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale" che la classificazione maggiormente utilizzata per misurare l'impronta di carbonio è quella degli *Scope*, elaborata dal Greenhouse Gas Protocol.

Il protocollo GHG è frutto della collaborazione tra il World Resources Institute, il World Business Council for Sustainable Development e di altri grandi esperti a livello internazionale. L'elaborato ha lo scopo di stabilire quadri globali di standardizzazione per misurare e gestire le emissioni di gas serra.

Nel documento "Corporate Standard", elaborato dal GHG Protocol, ritroviamo una metodologia standardizzata per la quantificazione dei gas serra prodotti dalle aziende, la quale classifica le emissioni dirette e indirette attraverso tre "Scopes".

Lo Scope 1 comprende le emissioni dirette generate dall'ente che si occupa della realizzazione dell'intervento. La fonte deve essere di proprietà o controllata dall'azienda in questione.

Nello Scope 2, invece, sono comprese le emissioni indirette connesse all'energia acquistata dall'ente.

Lo Scope 3, infine, include tutte le altre emissioni indirette connesse all'operato dell'azienda che non rientrano nelle altre due categorie di Scope.

Anche gli standard ISO 14060 si occupano di regolamentare la valutazione della Carbon Footprint delle organizzazioni. In particolar modo la norma 14064 elenca i principi ed i requisiti necessari per la determinazione delle linee di riferimento relative al monitoraggio, quantificazione e rendicontazione delle emissioni di gas serra. Questo standard è di fondamentale importanza per i progetti realizzati grazie agli investimenti d'impatto che hanno come obiettivo la riduzione dell'impronta di carbonio. (Mauro Bellini, *Carbon Footprint: cos'è, come si misura, perché è importante conoscerla*, 27 febbraio, 2021, www.esg360.it)

Tuttavia la misurazione della Carbon Footprint mediante l'utilizzo degli Scope non è di facile applicazione, in quanto sorge il problema del "doppio conteggio delle emissioni". Potrebbe accadere infatti di calcolare e sommare due volte la medesima quantità di carbonio all'interno dello stesso processo di misurazione.

Il Forum per la Finanza Sostenibile sottolinea come questo problema si pone a partire dallo Scope 2. Ad esempio, può accadere, che qualora vengano misurate le emissioni di gas serra dell'azienda B (acquisitrice di energia dalla azienda A), questi conteggi rientrerebbero nella categoria di Scope 2 e 3, ma contemporaneamente sarebbero inserite anche all'interno della categoria Scope 1 dell'azienda A produttrice. Ecco come viene dunque a crearsi un problema di duplice conteggio, il quale porterebbe ad ottenere risultati divergenti dalla realtà e inutilizzabili per definire azioni di carbon management future.

3.3.4 Impronta ecologica

L'impronta ecologica, o Ecological Footprint, è un ulteriore parametro di misurazione dell'impatto ambientale, introdotto per la prima volta negli anni Novanta da Mathis Wackernagel, ambientalista svizzero e fondatore del Global Footprint Network, insieme al professore canadese William Rees.

Nel libro "Our Ecological Footprint", degli esperti Wackernagel e Rees, l'impronta ecologica è definita come un indicatore complesso in grado di misurare la domanda umana sugli ecosistemi, relativa alle risorse naturali (aree biologiche produttive terrestri), necessaria per il soddisfacimento dei bisogni umani e per l'assorbimento dei rifiuti prodotti dall'uomo.

La misurazione risulta molto complessa, in quanto, al fine di un calcolo corretto, è necessario tenere in considerazione numerosissimi parametri e variabili. Solitamente viene utilizzato un indice statistico che confronta il consumo delle risorse naturali (area terrestre e marittima produttiva) da parte dell'ente, con la porzione di territorio effettivamente occupata dal medesimo soggetto. Tale rapporto è espresso in chilogrammi per ettari e stabilisce quanti ettari sono necessari per produrre e smaltire i beni consumati e le emissioni di scarto.

Attualmente uno dei metodi più semplici per il calcolo dell'impronta ecologica, è quello di recarsi sul sito ufficiale del Global Footprint Network (GFN), organizzazione internazionale orientata alla promozione della sostenibilità mediante l'Ecological Footprint, il quale ha messo a disposizione una piattaforma online per il calcolo dell'indicatore in analisi (Roberto Giacchi, *Cos'è e come si calcola la propria impronta ambientale*, 27 agosto 2021, www.italiaonline.it).

L'indicatore dell'impronta ambientale, secondo gli esperti del GFN, risulta molto più completo e strutturato rispetto al calcolo dell'impronta di carbonio analizzata precedentemente. Questo perché l'impronta ecologica è in grado di tenere in considerazione nella misurazione, tutte le problematiche ecologiche e gli effetti negativi che ricadono su ogni ecosistema, sia terrestre che marino.

L'ecological Footprint aziendale è uno strumento importante per le imprese, in quanto permette di monitorare l'impatto che la propria attività genera sull'ambiente. Inoltre, esso consente una rapida e semplice comunicazione con gli stakeholder esterni

interessati a conoscere l'andamento del progetto di miglioramento ambientale, in cui hanno investito i propri capitali.

Come sottolineato all'inizio di questo elaborato, i progetti relativi alla finanza d'impatto ed in particolar modo quelli di miglioramento ambientale richiedono un impegno di lungo periodo per la concretizzazione del valore degli investimenti. Relativamente alla misurazione della Carbon e dell'Ecological Footprint, infatti, si potranno riscontrare dei risultati ambientali, sia positivi che negativi, solo dopo molto tempo che il programma con scopo benefico-ambientale è stato realizzato.

3.3.5 Gli indicatori del processo di Environmental Performance Evaluation

La norma ISO 14031 offre una descrizione accurata di una serie di indicatori utili a identificare e comprendere i diversi aspetti degli impatti ambientali.

Secondo le linee guida del Global Reporting Initiative, ente nato per la definizione degli standard di rendicontazione delle performance sostenibili, gli indicatori ambientali hanno come obiettivo quello di confrontare i diversi risultati nel tempo, sia relativamente alla medesima azienda, sia per quanto riguarda le performance di altre imprese. Inoltre, come sottolineato in precedenza, questi sono utili per informare i soggetti, non solo interni all'impresa, ma anche quelli esterni che desiderano conoscere l'andamento delle performance relativo ad un progetto.

Il GRI evidenzia le caratteristiche principali che dovrebbe possedere un indicatore di performance ambientale; esso deve essere *significativo* al fine di esprimere, attraverso numeri, l'interazione tra impresa e ambiente, *rappresentativo*, al fine di essere comprensibile da tutti i soggetti interessati, *verificabile* e *sensibile*, per poter cogliere le variazioni ambientali.

Il processo di Environmental Performance Evaluation (EPI) descritto nella norma ISO 14031 prevede come prima fase la selezione degli indicatori ambientali, successivamente la raccolta e analisi dei dati insieme alla conseguente valutazione dei risultati, sulla base di quanto emerso dagli indicatori. Infine sarà necessario fare rapporto alle parti interessate e revisionare periodicamente il processo, al fine di restare aggiornati.

A tal proposito, all'interno della norma ISO 14031, ritroviamo anche la classificazione degli indicatori ambientali.

Le tipologie elaborate sono le seguenti:

- Indicatori delle prestazioni ambientali (EPI – *Environmental Performance Indicators*), questi permettono di ottenere informazioni riguardanti le attività organizzative e operative delle imprese nell'ambito di sostenibilità ambientale. Gli indicatori EPI presentano due sottocategorie: gli Indicatori di prestazione della direzione (MPI – *Management Performance Indicators*) e gli indicatori di prestazione operativa (OPI – *Operational Performance Indicators*). I primi forniscono informazioni riguardanti i miglioramenti eseguiti nella gestione ed organizzazione aziendale, con l'obiettivo di diminuire l'impatto sull'ambiente, mentre i secondi si occupano di misurare il miglioramento delle performance operative dell'impresa, che permettono di ottenere una ricaduta sostenibile.
- La seconda categoria è quella degli indicatori di condizione ambientale (ECI – *Environmental Condition Indicators*), i quali forniscono dati che vengono influenzati dalle attività aziendali. Essi servono a comprendere i miglioramenti ottenuti grazie alla realizzazione di un progetto con ricadute positive sull'ecosistema; in questo caso la misurazione va effettuata pre e post attuazione del programma.

Gli indicatori ECI misurano e monitorano aspetti come la temperatura atmosferica, i parametri della qualità delle acque ecc., mentre gli indicatori MPI e OPI si riferiscono ad aspetti puramente legati alla gestione delle attività di pianificazione, progettazione, manutenzione e controllo, ma anche alla direzione delle mansioni operative e delle risorse aziendali.

L' Organizzazione Internazionale per la Normazione raccomanda di scegliere gli indicatori trovando una combinazione equilibrata per ogni categoria, al fine di poter misurare e rendicontare nella maniera più veritiera e trasparente l'impatto ambientale e i miglioramenti ottenuti grazie all'attuazione di programmi dedicati.

3.4 Materiality Impact Matrix

L'SCS Materiality Impact Matrix è uno strumento innovativo e strategico ideato e strutturato dalla società bolognese di consulenza di direzione SCS Consulting, al fine di integrare e collegare il concetto di impatto con l'analisi di materialità.

Grazie a questa associazione sarà più semplice individuare il perimetro dell'ambito di analisi (prima fase del processo di misurazione dell'impatto) e, cosa fondamentale, permetterà di conoscere le priorità relative ai diversi effetti, sulla base dei temi maggiormente rilevanti per gli stakeholder e l'organizzazione.

La società di consulenza elenca una serie di finalità per cui le aziende utilizzano il Materiality Impact; la prima tra queste è il rafforzamento dei legami con gli stakeholder, successivamente è evidenziato come la comprensione dell'importanza di alcuni temi d'interesse dei soggetti coinvolti, aiuti a ridurre eventuali rischi per l'organizzazione ed infine, grazie alla classificazione degli impatti, sarà possibile riconoscere gli ambiti prioritari e organizzare le operazioni in maniera più logica e strutturata.

L'impatto di materialità è definito da SCS Consulting come "un processo integrato di valutazione delle diverse conseguenze generate dall'organizzazione" e viene articolato in tre macro-fasi:

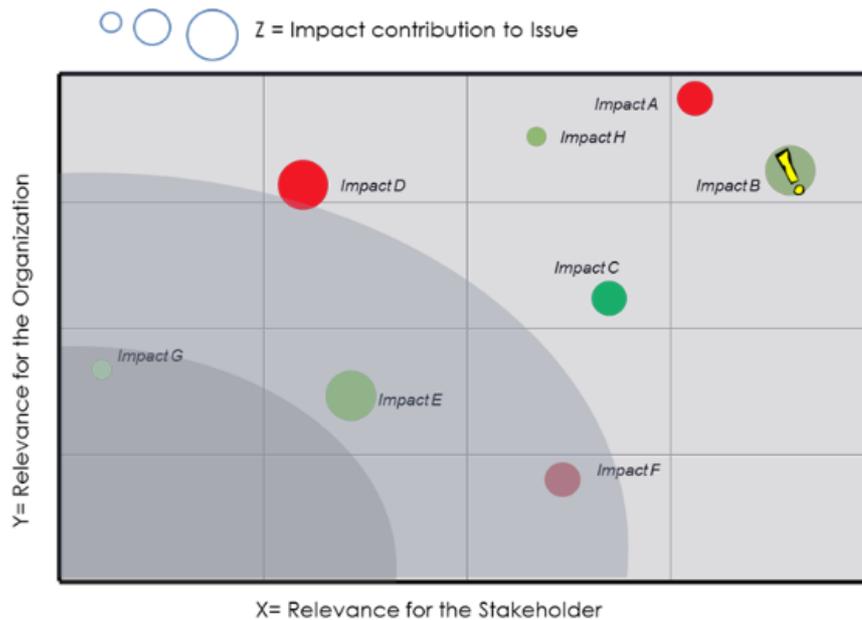
- I. *Mappatura della catena del valore e valutazione dell'impatto*
- II. *Valutazione dell'impatto strategico e individuazione dell'area d'intervento*
- III. *Pianificazione*

La prima fase prevede la delimitazione dell'ambito di analisi, l'individuazione di tutti gli impatti generati (sociali, ambientali, economici ecc.) dall'organizzazione durante lo svolgimento delle attività operative per la realizzazione del progetto e la valutazione degli impatti identificati con gli strumenti più adatti al caso.

La seconda fase invece consiste nella riconduzione di ogni impatto determinato ad un tema presente nella matrice di materialità, la quale illustra i temi rilevanti per gli stakeholder e per l'azienda; successivamente è necessario calcolare quanto l'impatto ha contribuito alla realizzazione dei bisogni relativi al tema associatogli e rappresentare il tutto graficamente.

L'ultima fase ha come obiettivo l'analisi dei risultati ottenuti dalla matrice d'impatto e la progettazione di specifiche azioni di risposta in base al livello d'urgenza di ognuna di esse.

Figura 3: Materiality Impact Matrix



Fonte: SCS Consulting. Immagine contenuta in “Le linee guida per la misurazione dell’impatto sociale”, Impronta Etica.

La Figura 3 rappresenta un esempio di matrice di materialità d’impatto dove l’asse delle X misura la rilevanza dei temi per gli stakeholder e quella delle Y rileva invece l’importanza dei temi per l’organizzazione: più un tema è rilevante (in termini di rischi e opportunità) per i portatori d’interesse e per l’organizzazione, più si troverà nella parte destra in alto della matrice.

L’asse Z e i relativi cerchi misurano invece il livello di contribuzione dell’impatto relativamente alla tematica di riferimento: più il cerchio è piccolo, minore è stato l’impatto e viceversa. Il colore verde sta ad indicare la presenza di un impatto positivo, mentre quello rosso significa che si è verificato un impatto negativo. L’intensità del colore indica invece il livello di urgenza degli interventi su cui l’organizzazione dovrà concentrarsi nel futuro.

La Materiality Impact Matrix è un ulteriore strumento di misurazione dell’impatto che permette una migliore comprensione degli effetti verificatisi e delle aree che sono state più o meno interessate. Di conseguenza è uno strumento utile per la pianificazione aziendale, in quanto rappresenta la base di partenza su cui lavorare per ottenere risultati migliori nel futuro.

Capitolo IV: Analisi delle performance mediante il modello regressivo CAPM

In questo ultimo capitolo conclusivo, l'attenzione sarà rivolta allo studio dell'analisi di regressione lineare, la quale permetterà di ricondursi al modello CAPM (Capital Assets Pricing Model) che consentirà di osservare le performance finanziarie di alcuni green bonds selezionati.

I dati su cui verrà svolta l'analisi sono stati forniti dalla piattaforma americana Bloomberg, a cui l'Università Ca Foscari di Venezia ha accesso grazie all'acquisizione, nel 2019, delle licenze da parte del Sistema Bibliotecario dell'Ateneo; in questo modo ogni studente può consultare ed elaborare i dati relativi ai mercati finanziari di tutto il mondo.

Bloomberg è definito come un colosso dell'informazione finanziaria, è stato fondato nel 1981 a New York da Michael Bloomberg e ben presto è diventato un punto di riferimento per chi è interessato ad analizzare e monitorare gli andamenti dei mercati.

L'arco temporale relativo ai dati che sono stati esaminati va da gennaio 2020 a fine aprile 2022, questo permette di osservare l'andamento dei titoli nel periodo pre-pandemico, durante la pandemia ed anche allo scoppio della guerra tra Russia ed Ucraina.

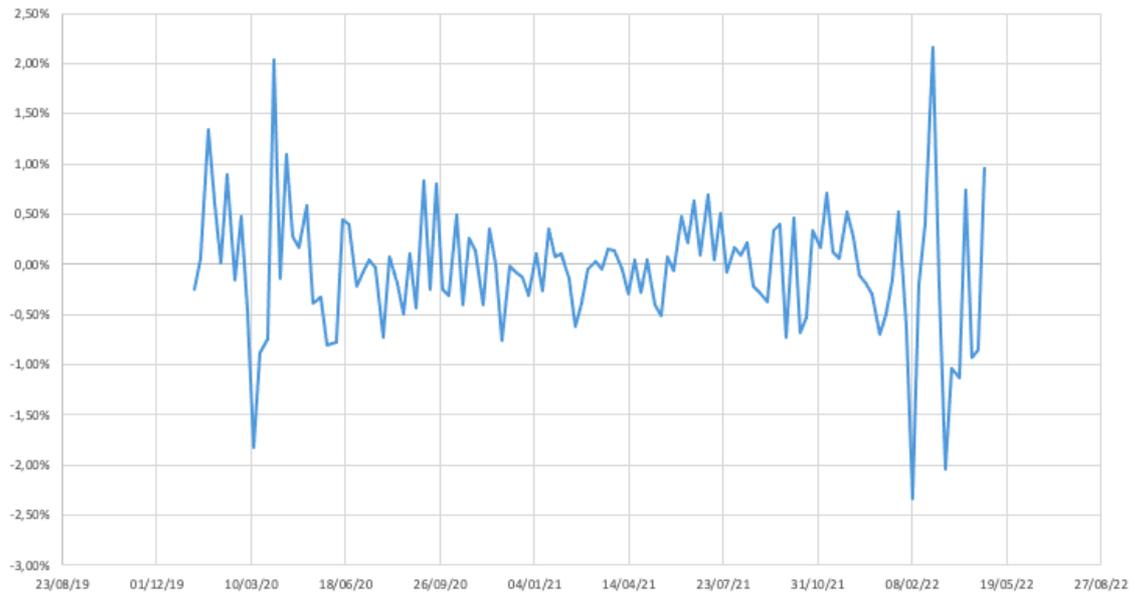
Il primo paragrafo di questo capitolo sarà dedicato all'analisi dei rendimenti medi, della deviazione standard, della volatilità e delle correlazioni relative ai green bonds selezionati. Nel primo paragrafo saranno analizzati anche alcuni elementi dell'indice di mercato statunitense Standard & Poor 500 (S&P 500); la Borsa Italiana lo descrive come "il principale benchmark azionario relativo ai titoli quotati a Wall Street".

L'indice azionario S&P 500, infatti, fungerà poi da variabile indipendente per il modello regressivo CAPM, con il quale sarà determinata la relazione tra il rendimento di ciascun titolo e la sua rischiosità; il tutto sarà misurato attraverso il fattore di rischio Beta.

4.1 Analisi dei green bonds selezionati

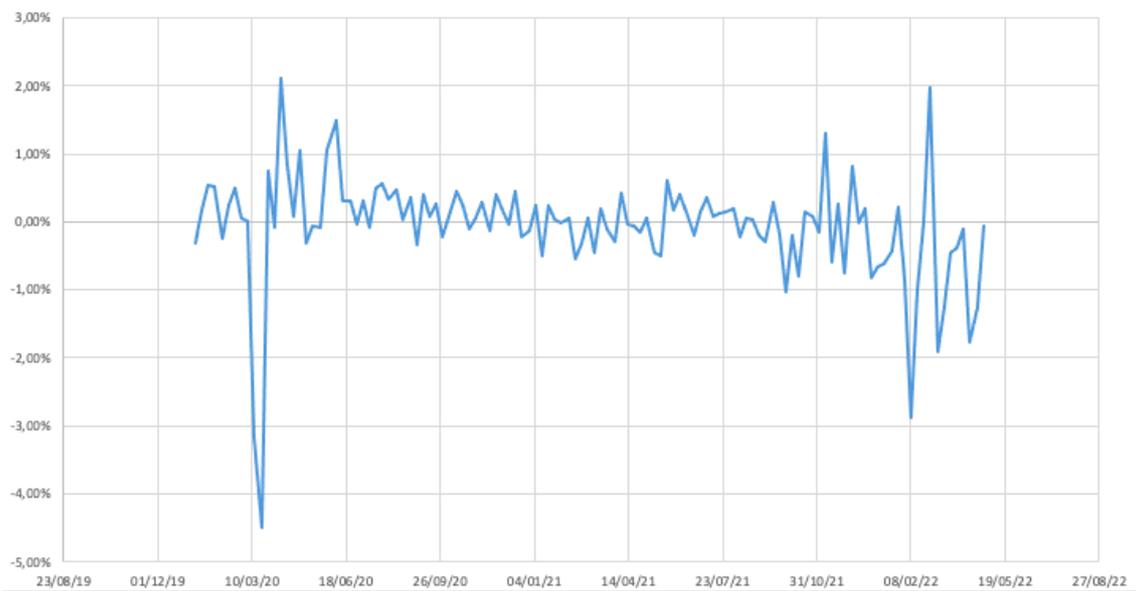
La prima operazione svolta con i prezzi dei titoli ambientali scelti è stata l'elaborazione dei grafici dei rendimenti settimanali per ciascuna obbligazione; di seguito saranno illustrati i risultati ottenuti.

Figura 4: Rendimenti settimanali primo green bond (FETRMICO FP Equity)



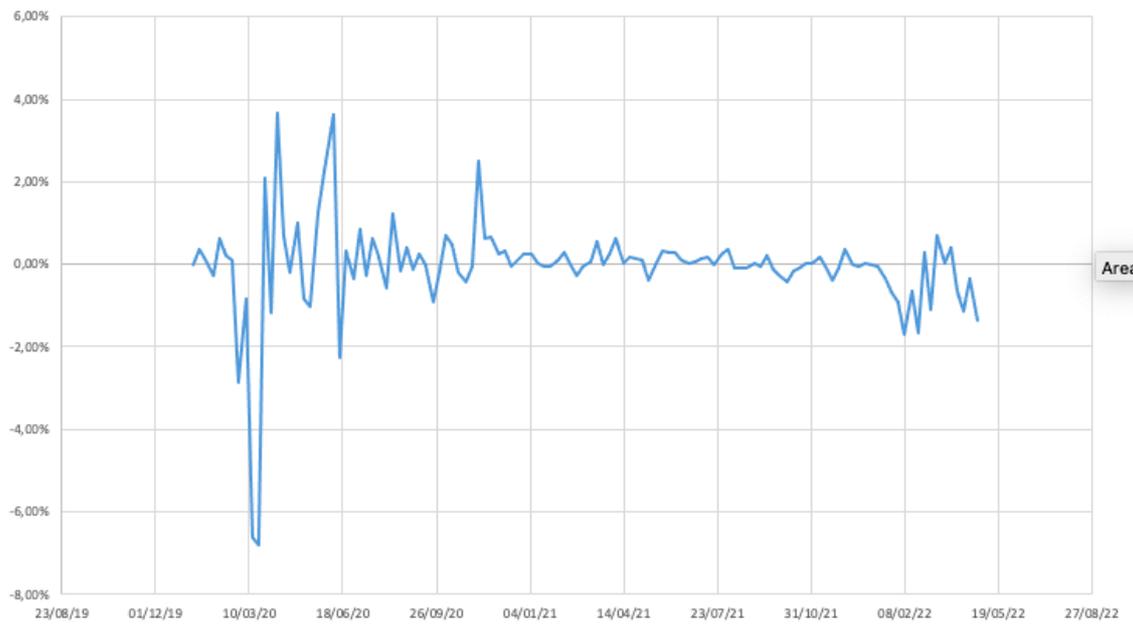
Fonte: Elaborazione personale

Figura 4: Rendimenti settimanali secondo green bond in analisi (UNIGRBD GR Equity)



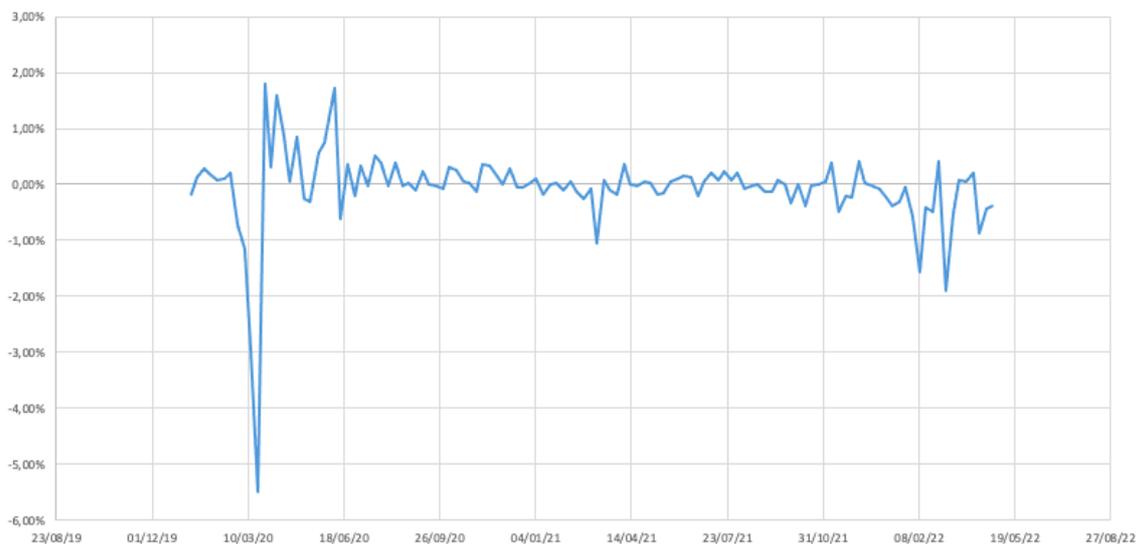
Fonte: Elaborazione personale

Figura 5: Rendimenti settimanali terzo green bond in analisi (SLGPCB FP Equity)



Fonte: Elaborazione personale

Figura 6: Rendimenti settimanali quarto green bond in analisi (DWGRBXD LX Equity)



Fonte: elaborazione personale

La prima cosa che possiamo notare nei grafici sopra riportati è che sussistono delle chiare correlazioni tra i rendimenti dei diversi assets. Questo, di conseguenza, indica la presenza di co-movimenti del mercato, legati al rischio sistemico che coinvolge tutti i

titoli analizzati. Come si può notare, i titoli hanno reagito allo stesso modo alle crisi sistemiche che hanno coinvolto un gran numero di settori dal 2020 al 2022. Notiamo infatti una fortissima volatilità (sia negativa che positiva) dei rendimenti a marzo 2020, causata dallo scoppio del Coronavirus; inoltre osserviamo anche un ulteriore shock del mercato, seppur minore rispetto a quello del 2020, a febbraio 2022, causato dallo scoppio della guerra tra Russia e Ucraina.

A sostegno di quanto discusso finora, osserviamo la matrice di correlazione, la quale evidenzierà le correlazioni tra i green bonds e quelle con l'indice di mercato denominato S&P 500.

Figura 7: Matrice di correlazione

| | FET | UNI | DWG | SLG | S&P500 |
|--------|------------|------------|------------|------------|------------|
| FET | 1 | 0,52673314 | 0,3099866 | 0,09497418 | -0,0521056 |
| UNI | 0,52673314 | 1 | 0,86097447 | 0,72308513 | 0,29919043 |
| DWG | 0,3099866 | 0,86097447 | 1 | 0,8703233 | 0,46827012 |
| SLG | 0,09497418 | 0,72308513 | 0,8703233 | 1 | 0,63162414 |
| S&P500 | -0,0521056 | 0,29919043 | 0,46827012 | 0,63162414 | 1 |

Fonte: elaborazione personale

In generale, il coefficiente di correlazione sta ad indicare la relazione tra due o più variabili e dunque la tendenza di due titoli ad avere il medesimo andamento. Esso ha un valore compreso tra -1 e + 1; se il valore è negativo la correlazione si dirà "lineare negativa" e i due titoli si muoveranno in direzioni opposte, se invece il coefficiente è positivo, la correlazione sarà "lineare positiva" e i due titoli avranno il medesimo andamento. Un valore vicino allo zero indica nessuna correlazione tra i titoli (Glossario finanziario-Correlazione, 2017, www.borsaitaliana.it).

Nella Figura 7 possiamo notare una forte correlazione tra i green bonds: UNI-SLG (0,72), UNI-DWG (0,86) e SLG-DWG (0,87); questo, come detto precedentemente, indica la capacità di uno dei due assets di variare in funzione dell'altro.

Per quanto riguarda invece le correlazioni tra green bonds e lo Standard & Poor 500, notiamo dei coefficienti di correlazione più bassi, in particolare quello tra FET e S&P 500 risulta essere vicino allo zero. Il valore -0,0521 indica che il titolo FETRMICO FP e l'indice

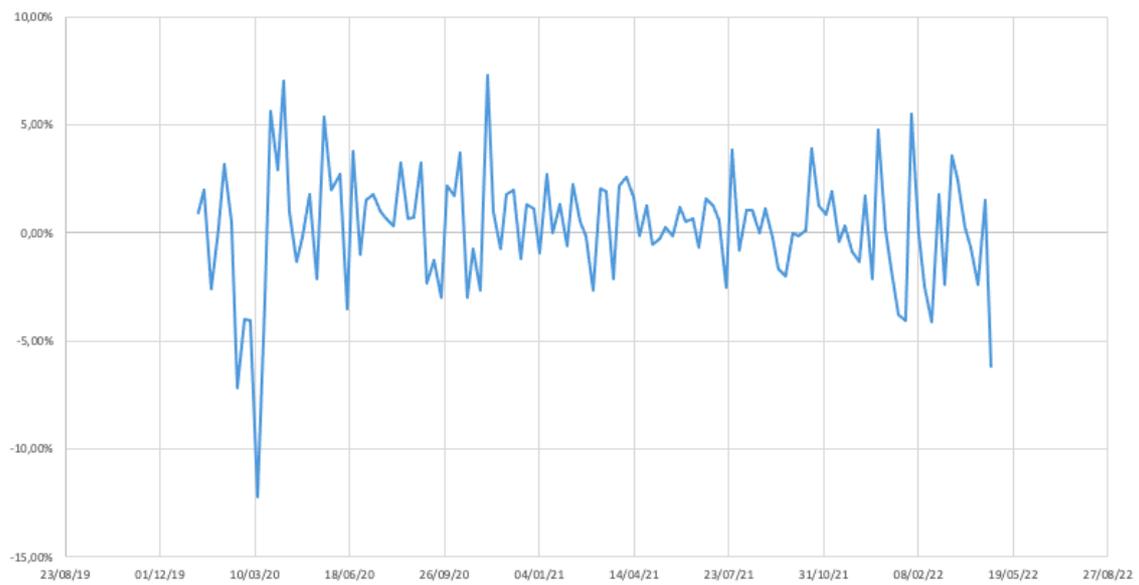
di mercato S&P 500 sono molto poco correlati tra di loro e dunque hanno poco influenza l'uno sull'altro.

Il titolo in questione FETRMICO potrebbe essere dunque utilizzato per diversificare un portafoglio azionario costruito con i titoli del mercato tradizionale, in quanto esso presenta un coefficiente di correlazione vicino allo zero rispetto all'S&P 500 e questo aiuterebbe a ridurre il rischio specifico²¹.

I rendimenti medi dei green bonds analizzati risultano molto bassi (vicini allo zero per cento), ma questi presentano anche una bassa deviazione standard, tra lo 0,63% l'1,2%. Di conseguenza questo conferma la regola di mercato: maggiore è il rischio, maggiore sarà il rendimento.

Confrontiamo ora i rendimenti settimanali dell'S&P 500 con quelli degli altri titoli.

Figura 8: Rendimenti settimanali dell'indice Standard and Poor 500



Fonte: elaborazione personale.

²¹ “Parte di rischio, che può essere eliminata mediante la diversificazione, rappresentativa del rischio peculiare di una specifica impresa o dei diretti concorrenti. È anche detto rischio diversificabile.”
Glossario finanziario-Rischio Specifico, www.borsaitaliana.it

A primo impatto notiamo subito una maggiore volatilità dei rendimenti settimanali dello Standard and Poor 500 in relazione agli altri titoli analizzati; questo presuppone, perciò, un rendimento medio e una deviazione standard del mercato superiori, rispetto a quelli dei titoli presi in analisi.

Il rendimento medio del mercato è infatti dello 0,25%, mentre la deviazione standard è pari al 2,7%.

Nel paragrafo successivo sarà svolta una regressione lineare che consentirà di utilizzare il modello finanziario CAPM, per l'analisi del fattore di rischio Beta di ciascun asset.

Sulla base delle osservazioni condotte fino a questo punto si prevede una minore rischiosità dei titoli rispetto al mercato tradizionale, in quanto quest'ultimo presenta una maggiore volatilità dei rendimenti, in relazione ai green bonds analizzati.

4.2 Studio dei coefficienti Beta mediante il modello regressivo CAPM

In quest'ultimo paragrafo dell'elaborato saranno analizzati i coefficienti Beta, relativi ai green bonds esaminati precedentemente, attraverso l'utilizzo del modello finanziario denominato Capital Asset Pricing Model.

Il CAPM è una delle pietre angolari della moderna economia finanziaria; esso è stato elaborato dagli economisti William Sharpe, Harry Markowitz e John Lintner nel 1964, fu poi ulteriormente sviluppato negli anni successivi.

Il sito web della Borsa Italiana definisce lo strumento in questione come “un modello matematico in grado di determinare una relazione tra il rendimento del titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, denominato Beta”.

Il modello CAPM parte da alcune assunzioni relative al mercato e agli investitori.

Il primo presenta: assenza di attriti, perfetta informazione, nessuna imperfezione (come differenze fiscali, regolamenti, ecc...), attività quotate e perfettamente divisibili e infine concorrenza perfetta²² nel mercato. Gli investitori, invece, sono caratterizzati da:

²² “La concorrenza perfetta è una forma di mercato (concorrenza) in cui i consumatori non sono in grado di influenzare i prezzi di mercato dei beni e dei servizi.” Dizionario di Economia e Finanza, Treccani, 2017.

orizzonte temporale dell'investimento uniperiodale, razionalità perfetta²³ e aspettative omogenee relativamente alla distribuzione dei profitti (Roberto Tamborini, *Economia e Finanza*, CEDAM Padova, 2011).

Il rendimento atteso di un titolo rischioso, secondo il Capital Asset Pricing Model, è determinato dalla seguente formula:

$$E[r_i] = r_f + \beta_i (E[r_m] - r_f)$$

R_i , dunque, dipenderà dal rendimento di un titolo free-risk, ovvero privo di rischio, come i titoli di Stato, al quale verrà sommato il *premio al rischio* (secondo addendo dell'equazione).

Il premio al rischio di un'attività aleatoria è definito dalla Borsa Italiana come "Extra-rendimento, rispetto al tasso di un'attività free-risk, richiesto da un investitore avverso al rischio per essere incentivato ad acquistare il titolo rischioso." Esso è quindi dato dalla differenza tra il rendimento atteso del mercato (r_m) e il rendimento di un titolo free-risk (r_f), il tutto moltiplicato per il coefficiente Beta (β).

Il fattore Beta in economia "definisce la misura del rischio sistemico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un asset a variare in conseguenza di variazioni di mercato." (Borsa Italiana, *Glossario Finanziario-Beta*, 2017, www.borsaitaliana.it)

Gli investitori nel mondo della finanza hanno a che fare con due tipologie di rischio: sistemico o generico, come citato in precedenza, e specifico. Il primo è descritto dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) come "quella parte di variabilità del prezzo di ciascun titolo che dipende dalle fluttuazioni del mercato e non può essere eliminato per il tramite della diversificazione."

²³ "La razionalità perfetta è una ipotesi dei modelli economici in cui si presume che l'agente economico faccia sempre la scelta ottimale, ossia quella che consente di massimizzare la sua utilità." Dizionario di Economia e Finanza, Treccani, 2017.

Il rischio generico, o di mercato, è quindi un rischio implicito all'attività, mentre la seconda tipologia di rischio è detta "diversificabile", proprio perché esso può essere diminuito grazie alla diversificazione degli assets contenuti nel portafoglio azionario. Quest'ultimo è quindi strettamente legato alle caratteristiche dell'emittente, pertanto, per diminuirlo o eliminarlo, è necessario distribuire i propri capitali in titoli emessi da società differenti (CONSOB, *Rischi dell'investimento*, 2018, www.consob.it).

Tornando al coefficiente Beta di un titolo i-esimo, che si occupa della valutazione del rischio sistemico, esso dipende dal rapporto tra: la covarianza di r_i (rendimento di un'attività i-esima) con r_m (rendimento del mercato), e la varianza (σ_m^2) del rendimento del mercato. (Borsa Italiana, *Glossario Finanziario-Beta*, 2017, www.borsaitaliana.it)

In simboli:

$$\beta_i = \frac{\text{COV}(r_i, r_m)}{\sigma_m^2}$$

L'elemento Beta può assumere valori tra 0 e 1, ma anche maggiori o uguali a uno e minori di zero, dunque negativi.

Se il Beta di un'attività i-esima presenta valori compresi tra 0 e 1 o uguali a uno, allora questo confermerà che l'asset in analisi tende a variare nella medesima direzione del mercato di riferimento, perciò l'attività sarà considerata meno rischiosa, o ugualmente rischiosa, rispetto al mercato.

Un coefficiente superiore a 1, invece, indicherà un'attività i-esima più rischiosa del mercato, essa tenderà ad enfatizzarne le fluttuazioni.

Infine il Beta negativo dimostra un andamento del titolo del tutto opposto in relazione al paniere di assets presi come riferimento; questi sono considerati titoli eccellenti per ottenere una diminuzione del rischio specifico in un portafoglio azionario, ma sempre più difficili da individuare a causa delle forti correlazioni che caratterizzano le attività finanziarie di tutto il mondo (Roberto Tamborini, *Economia e Finanza*, CEDAM Padova, 2011).

Diversamente dalla deviazione standard²⁴, la quale esprime un livello di rischio assoluto (non correlato a nessun indice di mercato), il Beta rappresenta invece la misurazione del rischio relativo mediante la comparazione tra l'asset e il suo mercato di riferimento; una valutazione dunque molto più accurata.

All'interno del modello regressivo Capital Asset Pricing Model, perciò, il fattore β funge da punto di riferimento per gli investitori. In un mercato concorrenziale il premio atteso per il rischio varia in modo direttamente proporzionale al coefficiente Beta; sussiste dunque una relazione lineare tra rischio e rendimento, all'aumentare del rischio aumenta anche il rendimento e viceversa (Roberto Tamborini, *Economia e Finanza*, CEDAM Padova, 2011).

Attraverso il modello regressivo CAPM sono stati analizzati i coefficienti Beta di ogni green bond osservato nel precedente paragrafo.

L'analisi di regressione lineare permetterà di analizzare la relazione tra le variabili "rendimenti di ciascun asset" e "differenza tra il rendimento di mercato di riferimento e un titolo free-risk". In questo caso, dunque, i rendimenti di ciascun asset (r_i) fungeranno da variabile dipendente (Y), mentre la differenza tra r_m e r_f sarà la variabile esplicativa, detta anche regressore. Per semplicità, il rendimento di un asset privo di rischio sarà posto pari a zero. L'elemento β invece sarà il coefficiente di regressione, il quale fornirà diverse informazioni relativamente alla relazione su cui s'indaga.

La regressione pertanto sarà uguale a: $r_i = \beta * (r_m)$

Il primo green bond su cui è stata svolta l'analisi di regressione lineare è il titolo UNIGRBD; i risultati ottenuti sono i seguenti:

Figura 9: Regressione del titolo UNIGRBD

| | <i>Coefficienti</i> |
|-------------------|---------------------|
| Intercetta | 0,00 |
| Beta | 0,09 |

Fonte: Elaborazione personale

²⁴ "La deviazione standard misura il grado di dispersione dei rendimenti rispetto alla loro media, evidenziando, in termini quantitativi, la volatilità dell'investimento." Borsa Italiana, 2017.

Osserviamo per primo il coefficiente Beta; esso risulta appena sopra lo zero. Questo dimostra che l'asset in analisi ha un andamento meno che proporzionale rispetto al mercato di riferimento; l'asset viene denominato dagli esperti di mercato "difensivo". Ciò sta a significare che nel caso l'indice di mercato S&P 500 subisse una perdita di rendimento pari all'1%, il titolo UNIGRBD perderebbe solo lo 0,09%.

Per quanto riguarda invece il valore dell'Intercetta, che altro non rappresenta che il coefficiente Alfa, esso è pari a zero.

Il fattore Alfa sta ad indicare la capacità di un titolo di generare autonomamente un rendimento incrementale o un extra-rendimento, indipendentemente dall'andamento del mercato di riferimento. Nel caso in cui Alfa assuma valore positivo vorrà dire che il titolo è in grado di generare a prescindere dal mercato un rialzo, mentre se negativo indicherà la tendenza a subire perdite non correlate al mercato. (Milano Finanza, / *coefficienti Alpha e Beta*, www.milanofinanza.it).

Un valore pari a zero dimostra dunque l'assenza di extra-rendimenti o perdite al di fuori di quanto indicato dal rischio sistemico.

Osserviamo ora i risultati ottenuti dalle analisi di regressione svolte sui titoli DWGRBXD e SLGPCBC.

Figura 10: Regressione del titolo DWGRBXD

| | <i>Coefficienti</i> |
|-------------------|---------------------|
| Intercetta | 0,00 |
| Beta | 0,13 |

Fonte: Elaborazione personale

Figura 11: Regressione titolo SLGPCBC

| | <i>Coefficienti</i> |
|-------------------|---------------------|
| Intercetta | 0,00 |
| Beta | 0,28 |

Fonte: Elaborazione personale

Notiamo che i fattori Beta risultano leggermente maggiori rispetto al titolo analizzato precedentemente, ma sempre compresi nell'intervallo tra zero e uno. Anche gli assets DWGRBXD e SLGPCBC, dunque, hanno un andamento meno che proporzionale rispetto al mercato, quindi il rischio sistemico dei titoli è inferiore rispetto a quello di mercato. Anche per questi ultimi due green bonds il coefficiente Alfa è pari a zero, pertanto non sono attesi rialzi dei rendimenti o perdite indipendenti.

L'ultimo titolo su cui è stata svolta l'analisi di regressione è il green bond FETRMICO; i risultati ottenuti sono i seguenti:

Figura 12: Regressione del titolo FETRMICO

| | <i>Coefficienti</i> |
|-------------------|---------------------|
| Intercetta | 0,000 |
| Beta | -0,012 |

Fonte: Elaborazione personale

Il coefficiente Beta del titolo in analisi risulta leggermente sotto lo zero, dunque negativo. Questo sta ad indicare un andamento dell'asset lievemente in controtendenza rispetto all'indice di mercato S&P 500; per ogni calo di rendimento pari all'1% dell'indice di mercato, il rendimento del titolo FETRMICO accrescerebbe dello 0,012%.

Il fattore Alfa invece, come in tutti gli altri casi, è pari a zero, nessuna possibilità di ottenere extra-rendimenti, ma nemmeno perdite, rispetto al mercato di riferimento.

A conclusione dell'analisi di regressione è possibile affermare che tutti i green bonds esaminati presentano un coefficiente Beta molto basso; tutti gli assets, dunque, sono meno rischiosi dell'indice di mercato S&P 500 preso come riferimento.

Tale risultato era stato previsto al termine dell'osservazione dei rendimenti medi e delle deviazioni standard relative ai titoli e allo Standard & Poor 500, infatti i green bonds selezionati mostrano uno scarto quadratico medio nettamente inferiore rispetto al mercato.

Poiché gli assets analizzati hanno un Beta più basso di quello di mercato, che è pari a uno²⁵, è possibile definire i titoli come “difensivi”. Questi ultimi sono chiamati anche anticiclici, in quanto risultano meno influenzati dall’andamento del ciclo economico.

Inoltre, per quanto riguarda la significatività del Beta dei titoli esaminati, notiamo che tutti i valori sono significativi al 5%, eccetto quello del titolo FETRMICO.

Dall’analisi condotta, infine, si evince che tutti i titoli rappresentano degli ottimi assets per la diversificazione di un portafoglio tradizionale, in particolar modo il bond FETRMICO, il quale possiede il coefficiente di correlazione con il mercato S&P 500 negativo. Questo permetterebbe di ridurre il rischio specifico relativo al rendimento e di conseguenza anche il rischio di portafoglio²⁶, ossia il rischio relativo all’insieme di attività appartenenti all’investitore.

²⁵ Il Beta di mercato è pari a 1 in quanto la covarianza dei rendimenti di mercato con sé stessi e la varianza del mercato hanno il medesimo valore (Borsa Italiana, *Covarianza di mercato*, www.borsaitaliana.it).

²⁶ “Il rischio di un portafoglio dipende da quello dei singoli strumenti, sia dalla correlazione esistente tra i titoli, cioè dalla misura in cui i prezzi degli strumenti finanziari si muovono” Milano Finanza, 2016, www.milanofinanza.it

Conclusioni

La ricerca svolta si è focalizzata sullo studio delle possibili alternative e strumenti che permettono di soddisfare i bisogni e le necessità evidenziate dalla società, attraverso la finanza d'impatto.

L'analisi percorsa in questo excursus a ritroso è stata condotta secondo una logica che inverte la tendenza rispetto ai comuni investimenti economici.

L'investimento sostenibile, infatti, anziché muovere da una motivazione puramente legata al guadagno, tiene in considerazione anche le ripercussioni che la produzione delle aziende avrà sul benessere ambientale e sociale.

In quest'ottica l'aspetto legato agli utili e la sostenibilità si uniscono, non entrando in collisione tra loro, ma anzi creando una sinergia ed un miglioramento reciproco: un'economia che tiene conto del benessere ambientale, in effetti, oltre a produrre dei guadagni efficaci, comporta benefici a livello globale, che vanno dalla diminuzione dei rischi di danni ambientali a lungo termine, al miglioramento della salute e del benessere della popolazione e quindi ad una diminuzione dei costi in genere.

A sostegno di ciò è possibile affermare che l'impact investing è l'unica strategia d'investimento che riesce a mettere in primo piano l'iniziativa umanitaria.

Gli investimenti non sono più puramente diretti al ritorno finanziario, ma è comunque possibile parlare di disciplina economica interessata alla selezione d'investimento e finanziamento, in cui continua a vigere il vincolo di remunerazione economica, seppur non oltre il tasso di rendimento di mercato.

Un ruolo di fondamentale importanza nell'impact investing è ricoperto dagli intermediari finanziari, i quali hanno il compito di mettere in contatto gli investitori, possessori di risorse finanziarie e volenterosi di poter apportare un cambiamento positivo, con gli enti o le associazioni che necessitano di capitali per poter rompere il ciclo di disagio ambientale o sociale.

In particolar modo questo meccanismo è di rilievo per i progetti con obiettivo di miglioramento sociale. La finanza d'impatto, infatti, è in grado di creare un vero e proprio circolo virtuoso che permette alle persone, prima di tutto di comprendere che grazie all'istruzione, alla formazione e a un impiego lavorativo è possibile acquisire un valore come individuo, ma poi anche di realizzare ulteriore ricchezza nel tempo. Il

processo permette agli individui in condizioni di disagio di uscire dal circolo negativo con le proprie forze, dandogli dunque una possibilità che poi nel futuro genererà ulteriore valore positivo. Non bisogna dimenticare che anche chi investe otterrà un duplice guadagno; il primo sarà di tipo economico, perché, come detto prima, questa è una caratteristica imprescindibile dell'impact investing, ma acquisirà anche un valore inestimabile relativo ad un'azione con la quale è stato possibile contribuire e influenzare il miglioramento sociale.

I progetti sono realizzati, inoltre, con degli strumenti finanziari che fino a poco tempo fa erano contemplati unicamente, o come mezzi a scopo di lucro, oppure come metodi per realizzare opere filantropiche.

L'impact investing si contraddistingue dalla filantropia per il fatto che quest'ultima non prevede nessun ritorno economico e si realizza unicamente in donazioni, mentre la finanza d'impatto è in grado di mettere in moto un meccanismo di produzione di valori e ricchezze. Ad esempio, facendo una semplice offerta ad una comunità che vive in forti condizioni di disagio, si otterrebbe essenzialmente solo un'azione fine a sé stessa, senza altre possibilità di crescita. Un progetto finanziario con obiettivo di miglioramento sociale, invece, permette di costruire scuole, centri di formazione lavorativa ed altre strutture che permettono agli individui in difficoltà di accedere a realtà dalle quali fino ad ora sono rimasti esclusi. Come detto precedentemente, questo dona dignità e speranze ai soggetti, i quali nel futuro saranno in grado di produrre valore e ricchezza per qualcun altro.

La finanza d'impatto, dunque, funziona come una vera e propria macchina in cui ogni componente ricopre un ruolo fondamentale per la riuscita, lo sviluppo e il perdurare nel futuro del programma.

Secondo l'articolo della testata giornalistica "Valori", di proprietà di Finanza Etica, nel 2021 gli investimenti d'impatto corrispondevano a circa il 2% dei titoli controllati globalmente. Questo dato dimostra purtroppo che la pratica discussa è ancora un fenomeno di nicchia.

A tal proposito la Commissione Europea nel 2018 ha varato un piano d'investimenti pluriennale a sostegno degli impact investments. Il principale strumento relativo all'intervento è il Fondo sociale europeo Plus (FSE+), finalizzato a sostenere la lotta

contro la povertà e promuovere l'inclusione sociale. Per quanto riguarda gli strumenti finanziari invece, la programmazione prevede di attuarli in modo semplificato, in relazione a: modalità di governance, criteri di riutilizzo di risorse restituite e valutazione della performance per i gestori degli strumenti. Inoltre, sempre nell'ottica del rafforzamento degli strumenti finanziari caratterizzanti la finanza d'impatto, la Commissione Europea ha promosso il programma InvestEU, al fine di integrare tutti i prodotti finanziari esistenti in Europa e agevolarne l'utilizzo.

Come notiamo l'Unione Europea si sta muovendo nella direzione di crescita del mercato dell'impact investing, ma questi progetti non funzioneranno se non saranno sostenuti dalla giurisdizione dei paesi membri e dagli intermediari finanziari che dovranno puntare ad un maggiore coinvolgimento del settore privato.

Ad oggi è doveroso lavorare nella direzione della crescita di questa tipologia d'investimenti, soprattutto relativamente alla trasparenza, comparabilità dei dati e a migliori sistemi di misurazione dell'impatto, al fine di rendere questi strumenti sempre più appetibili e muoversi verso un mercato globale più verde e sociale.

Bibliografia

Banca d'Italia, Eurosystema, *Testo Unico Bancario*, Gennaio 2021.

Banca d'Italia, Eurosystema, *Disposizione di vigilanza prudenziale per le banche in materia di sistemi dei controlli interni, sistema informativo e continuità operativa*, Giugno 2013.

Chiappini Helen (2017), "Banche e finanza d'impatto: un modello di analisi delle performance", *Rivista Bancaria- Minerva Bancaria* N.6.

Forum per la Finanza Sostenibile, *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*, Milano, 2017.

High Level Expert Group on Sustainable Finance, *Financing a Sustainable European Economy*, 2018.

Human Foundation, *Guida al ritorno sociale sull' investimento*, SROI, 2012.

Human Foundation, *Progettare l'innovazione social: Impact Investing e Fondi UE*, pwc, Giugno 2019.

Impronta Etica, *Le linee guida per la misurazione dell'impatto sociale, una guida pratica per le organizzazioni*, Bologna, Giugno 2016.

ICMA, *Handbook, Harmonised Framework for Impact Reporting*, Giugno 2021.

ICMA, *The Green Bond Principles, Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, Giugno 2021.

International Organization for Standardization, *Environmental management system- Requirements with guidance for use (ISO-14001:2004)*, Milano, 2015.

International Organization for Standardization, *Environmental management- Environmental performance evaluation guidelines (ISO-14031:1999)*, Milano, 2021.

Lenzi Diletta (2021), “La finanza d’impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali”, *Il Mulino-Rivista web, Banca Impresa e società*, N.1.

Vetta Pierluigi, *Finanza d’impatto: studio diacronico dell’impact investing tramite analisi e confronti tra indici*, Università LUISS di Roma, 2018.

Tamborini Roberto, *Economia e Finanza*, CEDAM, 2021.

Tami Alessandra, *Oltre la banca, Verso una finanza sostenibile: dall’analisi economico finanziaria all’analisi ESG*, Milano, CEDAM, 2017.

Zabotto Aurora, *La Misurazione dell’Outcome nell’Impact Investment*, Università Ca’ Foscari di Venezia, 2015.

Sitografia

B-Corporation <https://www.bcorporation.net/en-us/faqs/what-topics-are-covered-b-impact-assessment>

Borsa Italiana

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capm.htm>

CONSOB <https://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile>

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino>

<https://www.consob.it/web/investor-education/rischi-dell-investimento>

Corecentra <https://www.corecentra.com/what-is-the-global-impact-investing-rating-system-giirs/>

ESG News <https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/opportunita-dellimpact-investing/>

European Commission

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_21_3406

Forum per la Finanza Sostenibile <http://finanzasostenibile.it/presentazione/>

Gov.UK <https://www.gov.uk/government/groups/social-impact-investment-taskforce>

Hidra Società Benefit <https://hidrasocietabenefit.it/servizi-di-valore/pianificazione-finanziaria-controllo-strategico-3p>

Il Giornale <https://www.ilgiornale.it/news/economia/banche-corsa-i-finanziamenti-verdi-impres-1971665.html>

Intesa San Paolo <https://group.intesasanpaolo.com/it>

Milano Finanza

<https://www.milanofinanza.it/news/i-coefficienti-alpha-e-beta>

<https://www.milanofinanza.it/news/come-costruire-il-rischio-di-portafoglio>

Ministero dell'Economia e delle Finanze

https://www.dt.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali/rapporti_finanziari_internazionali/organismi_internazionali/ocse

Nexteco <https://www.nexteco.it/lab/gli-indicatori-per-valutare-la-performance-ambientale>

Pictet <https://am.pictet.it/blog/articoli/sviluppo-sostenibile/impact-investing-la-crescita-del-business-responsabile>

Qui Finanza Green

<https://quifinanza.it/green/esg-cose-significato-sostenibilita/453104/>

<https://quifinanza.it/green/impronta-ecologica-cose-calcolo>

Rankia <https://rankia.it/come-investire/coefficiente-beta-come-funziona-e-cosa-e/>

Rete Clima <https://www.reteclima.it/lca-life-cycle-assessment-analisi-del-ciclo-di-vita/>

Social Impact Agenda per l'Italia <https://www.socialimpactagenda.it/la-nostra-storia/>

The New Media Group <http://thenewmediagroup.co/the-global-impact-investing-ratings-system/>

Valori <https://valori.it/investimenti-responsabili-la-grande-confusione-dietro-le-pagelle/>

