



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M.
FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
ECONOMIA E DIRITTO**

TESI DI LAUREA

**IMPACT INVESTING:
LE FORESTE COME ASSET CLASS**

RELATORE:

CH.MO PROF. ALBERTO LANZAVECCHIA

LAUREANDA: FRANCESCA DAL PERARO

MATRICOLA N. 2023987

ANNO ACCADEMICO 2022 – 2023

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature) **Francesca Dal Peraro**

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO I - Finanza Etica: principi, criteri e attori	5
1.1. I principi: che cos'è la finanza etica	5
1.2. I criteri e le linee guida dell'approccio etico	14
1.3. Gli ordinamenti e le normative	18
1.3.1. Le normative europee.....	18
1.3.2. Le normative nazionali.....	23
1.4. Quali investitori per quali iniziative: le nuove frontiere dell'etica.....	26
CAPITOLO II - Impact Investing ed ESG: criteri di applicazione	30
2.1. Che cos'è l'impact investing	30
2.1.1. Inquadramento generale	30
2.1.2. Prospettiva internazionale	36
2.1.3. Il mercato italiano.....	40
2.2. ESG: processi e criteri di applicazione.....	47
2.2.1. Le strategie	57
2.2.2. Le tipologie di investimenti socialmente responsabili (SRI)	68
2.3. Il rischio di greenwashing e altri ostacoli.....	74
CAPITOLO III	79
Nuove forme di investimento sostenibile: le foreste	79
3.1. Investimento sostenibile: valutazione macroeconomica	79
3.2. Investire nelle foreste: cosa vuol dire.....	86
CAPITOLO IV	97
Valutazione dell'investimento in foreste: casi pratici	97
4.1. Caratteristiche della valutazione: in cosa consiste	97
4.2. Intervista alla "Regola": aspetto economico e burocratico	103
4.3. Caso multinazionale: quale convenienza per investire nel sostenibile?.....	110
4.4. Valutazione economica dell'investimento in foreste: come si effettua e alcuni casi pratici.....	115
CONCLUSIONI.....	124
BIBLIOGRAFIA.....	126
SITOGRAFIA	134

INTRODUZIONE

Il mondo che ci circonda è in costante evoluzione e con lui anche le esigenze sia della società e sia dell'ambiente circostante. Per anni la crescita economica e sociale è stata caratterizzata da attività non curanti dell'ambiente circostante. Siamo arrivati ad un punto in cui è doveroso porsi delle domande sulla strada che si vuole intraprendere e soprattutto considerando tutti gli aspetti macroeconomici. Per questo motivo la finanza etica assume un ruolo sempre più importante (sia nel settore economico-finanziario e sia nella società). Ma quali gli aspetti rilevanti della finanza etica? Nel primo capitolo sarà possibile comprendere la storia, i principi fondamentali e le normative adottate nel corso del tempo (sia dal punto di vista internazionale e sia dal punto di vista nazionale). Sarà possibile, inoltre, comprendere le diverse tipologie di investitori di prodotti finanziari.

La finanza etica ha dato vita anche a due importanti argomenti: l'impact investing e i fattori ESG. Ma come sono nati questi aspetti? E in quali ambiti si applicano? Nel secondo capitolo si valuterà, innanzitutto, come si è giunti al fenomeno dell'impact investing e in cosa consiste, si analizzerà il suo inquadramento normativo, che è strettamente legato al Paese di applicazione (infatti, sarà possibile confrontare ad esempio il caso negli Stati Uniti piuttosto che nei Paesi in via di sviluppo, o nel mercato italiano) dell'impact investing. Per quanto riguarda gli indicatori ESG, invece, saranno spiegati i diversi processi e criteri di applicazione, valutando anche le strategie e le tipologie di investimento socialmente responsabile.

Quanto è vera l'importanza degli impact investing all'interno del mercato e dell'applicazione dei criteri ESG, è bene considerare che questi fenomeni comportano dei rischi. Il principale rischio è quello del greenwashing e sarà possibile analizzarne gli aspetti nel paragrafo 2.3.

Oltre ai rischi connessi all'impact investing, in questo studio sarà possibile analizzare le diverse tipologie di investimento sostenibile, valutando l'impatto dell'introduzione dei criteri ESG. Sarà possibile constatare che i criteri ESG hanno un'influenza sulle performance economiche aziendali e si verificano risultati positivi a lungo termine. Infatti, migliore è la performance ESG di un Paese e migliori saranno le sue prospettive di crescita economica a lungo termine. Pertanto, nel lungo periodo, politiche ESG solide possono determinare una crescita economica forte e sostenibile in un Paese. Nello specifico, si valuterà un nuovo tipo di investimento (nuovo in Europa, ma già presente dagli anni '70 negli Stati Uniti), ovvero l'investimento in foreste. Sarà possibile prendere coscienza di tutti gli aspetti che ne derivano:

le motivazioni che dovrebbero spingere gli investitori a puntare su questo tipo di investimento, i costi che ne derivano e soprattutto i relativi rischi.

A tale proposito, nel quarto capitolo, sarà possibile trovare un approfondimento a livello macroeconomico dello stesso investimento, osservando le principali caratteristiche e metodologie di investimento. Inoltre, nella parte conclusiva, sarà effettuato un approfondimento: sarà presa in considerazione la realtà di un ente burocratico che si occupa della gestione di aree boschive nel territorio del Bellunese, che darà il suo punto di vista su questo nuovo investimento; sarà preso in considerazione anche il punto di vista di un possibile investitore privato, in questo caso una multinazionale che è già presente in altri tipi di investimenti sostenibili.

Alla luce di queste considerazioni, infine, verrà eseguita una valutazione economica esemplificativa per poter dare evidenza dell'impatto dell'investimento in questa nuova asset class.

CAPITOLO I - Finanza Etica: principi, criteri e attori

La finanza etica assume sempre di più un ruolo importante nel mondo finanziario. Ma quali sono i suoi aspetti rilevanti? In questo capitolo sarà possibile comprendere i principi fondamentali della finanza etica, studiando nel dettaglio quali sono le differenze tra i vari termini utilizzati abitualmente e soprattutto come la finanza etica è stata introdotta a livello normativo. Sarà possibile osservare gli ordinamenti sia dal punto di vista europeo e sia dal punto di vista nazionale italiano. Infine, sarà possibile valutare le diverse tipologie di investitori e le diverse tipologie di prodotti finanziari.

Sommario: 1.1. I principi: che cos'è la finanza etica – 1.2. I criteri e le linee guida dell'approccio etico – 1.3. Gli ordinamenti e le normative – 1.3.1. Le normative europee – 1.3.2. Le normative nazionali – 1.4. Quali investitori per quali iniziative

1.1. I principi: che cos'è la finanza etica

Nel corso del tempo il settore finanziario privato ha modificato il suo impatto nel mondo della Corporate Social Responsibility (CSR o Responsabilità Sociale d'Impresa), sia dal punto di vista di impatto sociale e ambientale delle operazioni (finanziamenti e crediti offerti), sia da quello di gestione dei rischi. Il settore finanziario privato svolge un ruolo importante nel dibattito sulla responsabilità sociale delle imprese (Corporate Social Responsibility – CSR – o responsabilità sociale d'impresa), sia in termini di impatto sociale e ambientale, sia per quanto riguarda le modalità con cui le società finanziarie accolgono, impiegano e fanno leva sul capitale, e su come forniscono copertura dei rischi. Il settore finanziario privato ha un ruolo importante da svolgere nella comunità imprenditoriale e funge da intermediario per il flusso di capitali tra aziende, governi, individui e organizzazioni.

Negli ultimi anni, la crescente attenzione per il ruolo svolto dalle istituzioni finanziarie in progetti su larga scala con potenziali rischi di violazione degli standard ambientali, sociali e dei diritti umani ha portato una varietà di attori, tra cui banche commerciali e di investimento e organizzazioni di gestione patrimoniale, a garantire e promuovere un comportamento più "etico" in una serie di aree. Diverse iniziative mirano a stabilire standard per la CSR nel settore finanziario. Alcune coprono tutte le attività del settore dei servizi finanziari, mentre altre riguardano solo segmenti specifici.

Termini come responsabilità sociale d'impresa (CSR), investimento socialmente responsabile (SRI), corporate governance e finanza etica sono diventati di uso comune non solo nella stampa specializzata e negli ambienti industriali, ma anche tra il grande pubblico. Tuttavia, dietro ognuno di questi nomi si nascondono definizioni e ambiti di applicazione completamente diversi. È infatti difficile definire le parole responsabilità, sostenibilità ed etica in un'unica definizione, e ancora più difficile è applicare questi termini alla finanza.

A seconda dell'approccio (religione, cultura, diritto), del contesto storico e geopolitico a cui si riferiscono e dell'area di intervento (gestione interna, trasparenza, attività di credito, finanza di progetto, fondi pensione), sono state proposte molte definizioni diverse per questi concetti, a volte anche in contraddizione tra loro. Ciò ha dato luogo a una serie di iniziative da parte di attori quali banche, organizzazioni internazionali, ONG e sindacati, che vanno dalla semplice beneficenza alla finanza etica in senso stretto. È quindi opportuno cercare di stabilire il quadro storico, le varie definizioni e i criteri alla base di queste espressioni.

Storicamente, le prime forme di finanza etica, in cui non si consideravano solo gli aspetti economici ma si iniziava a considerare anche quelli etici e morali, risalgono agli anni Venti.

In Gran Bretagna e negli Stati Uniti, la Chiesa metodista iniziò a escludere dagli investimenti i "titoli del peccato"¹. Nel 1928, a Boston, fu istituito il "Pioneer Fund" per soddisfare le esigenze di coloro che volevano gestire i propri risparmi secondo i dettami della propria confessione religiosa, evitando investimenti nell'industria del tabacco, dell'alcol, del gioco d'azzardo e delle armi.

Successivamente, nel 1968, si sviluppò una nuova forma di finanza etica, nata a seguito di una protesta dell'Università del Cornell per le politiche razziali e per la guerra nel Vietnam. La protesta chiedeva di rimuovere dal portafoglio titoli dell'accademia investimenti nocivi a livello sociale, quali ad esempio il gioco d'azzardo o l'acquisto/vendita di armi e non solo. Per la prima volta, oltre alla richiesta di esclusione di queste tipologie di investimento, la manifestazione si rivolse direttamente a coloro che sostenevano queste attività, quali le banche e gli enti finanziari.

Nel corso della storia si presentarono altre forme di protesta e altri esempi dell'affermarsi di un nuovo modo di fare finanza, tutti mossi dalle stesse motivazioni: non si tratta più di mettere al centro dell'attenzione la gestione del risparmio come risposta al potere, ma si inizia a considerare la responsabilità sociale e ambientale degli investimenti come parte dell'identità

¹ BARANES, A., 2019. Responsabilità e finanza. Guida alle iniziative in campo socio-ambientale per gli istituti di credito e le imprese finanziarie. Finanza Etica, Maggio, p.15 e s. [Data di accesso 04/04/2023]

e dell'operatività aziendale, e in questo senso le banche e le imprese si mettono in gioco come responsabili del sistema economico.

Il primo regolamento internazionale in questa direzione è stato la **Guida per le imprese multinazionali pubblicata dall'OCSE** alla fine degli anni '70, in cui per la prima volta è stata menzionata l'idea di **responsabilità sociale d'impresa "attiva"**. Questo ha portato a una maggiore consapevolezza del ruolo e della presenza delle multinazionali e delle istituzioni finanziarie.

Le aziende non sono solo tenute a operare in conformità con i principi e le norme che tutelano i diritti sociali e ambientali, ma anche ad agire per attuarli. Ci sono anche casi in cui le aziende traggono vantaggio da queste violazioni (greenwashing – si veda capitolo 2.3.) o in cui c'è una responsabilità implicita (quando le violazioni non vengono denunciate o testimoniate). Non è quindi più sufficiente che le imprese responsabili, soprattutto le banche, agiscano passivamente, ma devono svolgere un ruolo attivo come attori sociali per risolvere i problemi sociali e ambientali che causano direttamente nei Paesi in cui operano.

Dunque, **cos'è oggi la finanza etica?**

Definire oggi la finanza etica risulta essere un compito arduo. Questo dipende dalle diversità legislative, economiche e sociali che ricoprono i diversi Paesi che si interfacciano nel mondo della finanza. In generale, si riferisce spesso ad una nuova prospettiva a lungo termine che collega la creazione di valore finanziario con la creazione di valore sociale.

La definizione più solida è quella presente nel “Manifesto della Finanza Etica”², pubblicato nel 1998 a Firenze, in occasione del convegno “Verso una carta d'intenti per la finanza etica Italiana”. Il documento si interroga su quali siano i modi per poter definire un'operazione finanziaria che tenga in considerazione il bene comune, suggerendo successivamente delle caratteristiche fondamentali per poter considerare un investimento di tipo etico³.

² Le caratteristiche sono le seguenti:

1. Il deve essere un diritto umano, cioè non deve essere fatta distinzione su chi può ottenere o meno un finanziamento.
2. Deve essere efficiente, ovvero non significa finanziare liberamente (facendo quindi beneficenza); l'importante è che ci sia uno scopo sociale.
3. L'arricchimento non deve essere considerato dal mero scambio di denaro, bensì dall'investimento degli interessi ottenuti dai prestiti in soluzioni economiche che tengano in considerazione gli aspetti sociali ed etici.
4. Tutti devono avere la possibilità di partecipare alle decisioni aziendali.
5. Gli investitori devono avere la possibilità di conoscere i processi e i funzionamenti, ad esempio dove sono investiti i fondi raccolti. La trasparenza non preclude la violazione della privacy dei singoli partecipanti.
6. I principali criteri di riferimento sono la responsabilità sociale e ambientale, introducendo a volte delle clausole contrattuali in cui devono essere privilegiati questi criteri.
7. Le attività finanziarie devono essere gestite completamente dal gestore e quindi anche dando la disponibilità ad essere monitorato dalle istituzioni.

Negli ultimi anni non sono mancati scandali che hanno coinvolto comportamenti fraudolenti, eticamente inaccettabili da parte di grandi istituzioni finanziarie statunitensi e non. Il reverse redlining⁴ e la selezione delle minoranze razziali e di altri segmenti vulnerabili della popolazione per i mutui subprime, la fissazione collusiva dei prezzi nei più importanti mercati interbancari di prestito e di trading sono solo alcuni degli esempi recenti di questi comportamenti palesemente immorali. Molti di questi comportamenti sono stati direttamente coinvolti nella generazione di livelli di rischio insostenibili nel sistema finanziario, che hanno portato alla crisi finanziaria globale del 2008-2009.

La crisi finanziaria globale del 2008 ha sottolineato l'urgente necessità di ridefinire il modo in cui le imprese finanziarie dovrebbero gestire il rischio, e di farlo non solo per generare buoni risultati per sé e per i propri clienti, ma anche per evitare il collasso dell'intero sistema finanziario ed economico. La manifestazione più immediata e riconoscibile di questo cambiamento di atteggiamento è l'esplicita attenzione delle **riforme legali e normative** post-crisi, delle attività commerciali e delle istituzioni finanziarie. All'indomani della crisi, i legislatori e le autorità di regolamentazione di tutto il mondo hanno accolto l'obiettivo di salvaguardare la stabilità finanziaria sistemica come una loro responsabilità fondamentale e, di conseguenza, hanno adottato un approccio apertamente macroprudenziale per sorvegliare le operazioni delle imprese finanziarie. In pratica, questo cambiamento si è manifestato con la promulgazione di vari limiti obbligatori, nuovi o recentemente rafforzati, alla capacità delle istituzioni finanziarie di ricorrere alla leva finanziaria, di effettuare operazioni proprietarie ad alto rischio o di aumentare in altro modo la vulnerabilità del sistema finanziario a shock potenzialmente contagiosi. Negli ultimi anni, tuttavia, le autorità di regolamentazione finanziaria statunitensi e mondiali hanno ampliato deliberatamente la loro attenzione al di là della tradizionale attività di regolamentazione e hanno avviato una campagna coordinata per **migliorare gli standard etici** della condotta aziendale e la cultura interna dell'**assunzione prudente dei rischi** nel settore dei servizi finanziari. È da tempo riconosciuto che gli atteggiamenti e le azioni dei banchieri sono modellati non solo dalla forza "esplicita" delle leggi e dei regolamenti imposti dall'esterno, ma anche dai "codici di condotta impliciti" che

³ BARANES, A., 2019. Responsabilità e finanza. Guida alle iniziative in campo socio-ambientale per gli istituti di credito e le imprese finanziarie. Finanza Etica, Maggio, p.19 [Data di accesso 04/04/2023]

⁴ Si tratta di un fenomeno razzista, il quale consiste nel contrassegnare di rosso le zone nelle mappe in cui vivono prevalentemente afro e latino-americani, i quali considerati come cattivi pagatori. OMAROVA, S.T., 2018. Ethical Finance as a Systemic Challenge: Risk, Culture, and Structure. Cornell Journal of Law and Public Policy, 27, p.797 [Data di accesso 04/04/2023]

esistono all'interno delle loro aziende. In un saggio canonico scritto più di trent'anni fa⁵, Gerald Corrigan ha sostenuto che, in cambio dei benefici pubblici a loro riservati, le banche hanno l'obbligo di allineare i loro codici impliciti (e la loro condotta effettiva) con le leggi e i regolamenti vigenti.

Nella pratica, tuttavia, le prove di un tale allineamento sono state scarse. Al contrario, gli eventi dell'ultimo decennio hanno rivelato modelli pervasivi di corruzione e indifferenza sistematica ai costi pubblici dell'eccessiva assunzione di rischi da parte delle grandi istituzioni finanziarie. In questo contesto, il recente lancio di una campagna di regolamentazione deliberatamente coordinata e pubblicizzata per "migliorare la cultura" nel settore dei servizi finanziari rappresenta una logica estensione delle riforme post-crisi volte a rafforzare la resilienza e la stabilità del sistema finanziario. Più in generale, tuttavia, segnala la volontà dei regolatori di elevare l'importanza delle considerazioni etiche e delle norme culturali come leve di cambiamento socialmente desiderabili nel mercato finanziario. Non sorprende che gli studiosi, i commentatori politici e gli esperti del settore differiscano nella valutazione della potenziale efficacia di questa svolta "etica e culturale" nella regolamentazione finanziaria. Alcuni accolgono con entusiasmo questo momento di "ammorbidente" normativo come coerente con l'interesse illuminato dell'industria finanziaria. Altri esprimono vari gradi di scetticismo riguardo alla capacità dei regolatori di tradurre le loro esortazioni morali in linee guida attuabili per la condotta aziendale delle istituzioni finanziarie e dei professionisti. In ogni caso, quest'ultima svolta normativa ha stimolato una nuova ondata di scritti e riflessioni sul ruolo dell'etica e della cultura nella finanza moderna.

Uno degli insegnamenti principali della crisi finanziaria globale del 2008 riguarda l'importanza principale di **salvaguardare la stabilità del sistema finanziario** e, per estensione, economico, rispetto alla prevenzione del fallimento di singole istituzioni finanziarie. Questo nuovo apprezzamento dell'aspetto sistemico dell'assunzione di rischi finanziari ha dato forma alla priorità post-crisi degli strumenti e dei metodi di supervisione delle imprese finanziarie esplicitamente macroprudenziali, rispetto a quelli microprudenziali tradizionali. Una maggiore regolamentazione e supervisione pubblica delle grandi banche e di altre istituzioni finanziarie di importanza sistemica, tra cui standard di capitale e liquidità più elevati, stress test regolari, requisiti di divulgazione e rendicontazione più rigorosi, ecc.

L'applicazione di **standard etici** nel settore bancario non è un argomento nuovo.

⁵ OMAROVA, S.T., 2018. Ethical Finance as a Systemic Challenge: Risk, Culture, and Structure. Cornell Journal of Law and Public Policy, 27

Negli ultimi 20 anni sono state sollevate spesso questioni relative all'etica e alla sostenibilità del settore bancario⁶. All'indomani della crisi finanziaria globale del 2007-2009, abbiamo assistito a una risposta normativa al comportamento scorretto delle banche che si è concretizzata in misure amorali e solitamente quantificabili, come l'aumento della regolamentazione finanziaria o limiti più severi per le esposizioni delle classi di attività. Probabilmente, è stato fatto ben poco per cambiare la cultura bancaria che, in ultima analisi, decide delle operazioni delle banche. La cultura bancaria non può essere cambiata attraverso la regolamentazione, ma deve essere modificata dall'interno delle istituzioni bancarie. Per quanto una regolamentazione efficace dei mercati finanziari che fornisca i giusti incentivi possa sembrare impossibile, le autorità finanziarie, gli investitori e soprattutto il pubblico possono creare la domanda e l'impulso per il cambiamento.

Ci sono banche che non percepiscono l'etica come un ostacolo alle loro prestazioni o operazioni e la incorporano in tutta la loro organizzazione. Le cosiddette **banche etiche** non hanno un modello di business unificato, poiché nascono da contesti storici diversi e riflettono le condizioni specifiche dei mercati in cui operano. Ci sono banche che traggono la loro etica dall'antroposofia⁷ e banche che sono state costruite intorno all'impegno di servire le comunità che tra queste, ci sono le banche verdi e le banche che combattono la povertà dei non bancari attraverso il micro finanziamento nelle economie emergenti. Tutte antepongono le persone al profitto e condividono i valori di sostenibilità, trasparenza, diversità e inclusione (Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente, 2015).

Sono state istituite diverse organizzazioni per mettere in contatto i leader del settore con una certa mentalità e l'adesione è solitamente subordinata al rispetto di una serie di principi. I sei Principi della Banca Sostenibile (si veda la tabella qui sotto) sintetizzati dalla Global Alliance for Banking on Values (GABV)⁸ servono per la classificazione primaria delle banche etiche e aiutano a distinguerle dalle banche convenzionali.

⁶ HALAMKA, R., e TEPLY, P., 2017. The effect of ethics on Banks' financial performance. Economic Papers

⁷ Dottrina filosofica-religiosa alla base del movimento incentivato da R. Steiner, che fondò nel 1913 la Società Antroposofica al Goetheanum di Dornach (Basilea). Steiner considerava la realtà universale come una manifestazione di Dio in continua evoluzione. Anche l'uomo si evolve attraverso innumerevoli reincarnazioni, in uno sforzo costante per elevare il proprio spirito e compiere il destino che ha preparato per sé con le sue azioni precedenti. Si basa sulla "scienza occulta" e sull'idea di un "mondo soprasensibile". Si basa cioè su una serie di esperienze psichiche e spirituali ordinate nella vita reale che diventano accessibili a chi applica metodi di sviluppo spirituale in grado di portare l'uomo a contatto con il mondo sovra sensoriale.

⁸ HALAMKA, R., e TEPLY, P., 2017. The effect of ethics on Banks' financial performance. Economic Papers

Principi di una banca sostenibile		Dimensioni
Principio 1	L'approccio Triple Bottom Line al centro del modello di business	F, S, E
Principio 2	Fondata sulla comunità, al centro dell'economia reale e in grado di creare nuovi modelli di business per soddisfare le esigenze di entrambe le parti	F, S
Principio 3	Relazione a lungo termine con i clienti e comprensione diretta delle loro attività economiche e dei rischi che comportano	F, S
Principio 4	A lungo termine, autosufficienti e resistenti alle interruzioni esterne	F
Principio 5	Governance trasparente e inclusiva	G
Principio 6	Tutti i principi devono essere incorporati nella cultura della banca	S, G

Tabella 1 – Abbreviazioni: F – finanziaria, S – sociale, G – corporate governance, E – ambientale

HALAMKA, R., e TEPLY, P., 2017. The effect of ethics on Banks' financial performance. Economic Papers

Sebbene i principi riassumano prevalentemente ciò che accomuna tutte le banche aderenti alla GABV, potrebbero essere applicati in generale all'intero settore. Esiste inoltre un'apparente somiglianza tra i principi e altri quadri di sostenibilità utilizzati in economia e finanza. La Tabella 1 riassume i principi e delinea la sovrapposizione con la Triple Bottom Line, dove si individuano le dimensioni finanziaria (F), sociale (S) e ambientale (E) e la governance (G). Un'azione sostenibile potrebbe essere definita attraverso il sistema etico come un'azione che, essendo universalizzata attraverso la popolazione e il tempo, non danneggia direttamente o indirettamente l'umanità. È inutile dire che un danno indiretto può essere causato dalla creazione di condizioni sociali negative e dall'inquinamento ambientale. Le **banche etiche** non hanno come obiettivo primario la redditività, esse mirano piuttosto a soddisfare i bisogni umani, tra cui un ambiente sano, e la sostenibilità finanziaria è una condizione necessaria per raggiungere questo obiettivo. La **sostenibilità finanziaria**, quindi, non significa massimizzazione incondizionata dei profitti e la resilienza a lungo termine è sempre preferita alla performance a breve termine. La **redditività** e la **volatilità** rimangono indicatori molto importanti, ma le banche etiche pongono almeno altrettanta enfasi su altre misure della performance finanziaria che, in una certa misura, si sovrappongono alla dimensione sociale dell'attività. I rapporti di perdita sui prestiti o la quota di attività esposte all'economia reale possono essere un esempio di tali misure. Il fatto che le banche etiche trasferiscano la teoria nella pratica può essere ulteriormente dimostrato dal loro processo decisionale in materia di credito. Le banche non basano le loro decisioni esclusivamente su fattori di natura finanziaria, ma spesso includono nel quadro le conseguenze per la società e l'ambiente e mirano a internalizzare le esternalità. Di solito chiedono lo scopo di un prestito richiesto e poi valutano

se corrisponde ai loro standard etici. Per i casi più semplici, le banche hanno sviluppato criteri positivi e negativi, mentre quando un caso ricade in una zona grigia intermedia le decisioni vengono spesso prese in modo deliberato. In molti casi la dimensione sociale o ambientale può prevalere su quella finanziaria. Ad esempio, il finanziamento di un'operazione di leveraged buyout⁹ verrebbe probabilmente escluso, poiché di solito è giustificato da motivazioni puramente finanziarie e non da vantaggi sociali. Alcune banche etiche offrono anche condizioni migliori su un mutuo se il rispettivo edificio è più ecologico. Il governo societario delle banche etiche è volto a garantire che l'etica sia effettivamente implementata all'interno della struttura organizzativa e che sia fortemente radicata nella cultura della banca. La struttura del capitale spesso riflette considerazioni sulla protezione e la conservazione della missione nel regno dei mercati finanziari competitivi. Nella tabella di seguito, è possibile osservare le principali differenze tra le banche tradizionali e le banche etiche:

Banche tradizionali commerciali	Banche etiche
Ritorno finanziario per la banca, i dipendenti, investitori e clienti	Un ritorno più ampio e totale per la comunità della banca oltre alla sostenibilità finanziaria
Cercare la massimizzazione del profitto a breve termine, preferibilmente attraverso una crescita	Cercare di offrire un tasso di rendimento equo tutti
Lavorare dietro la riservatezza dei clienti per essere opachi, se non segreti, su dove lavorano e investono. lavorano e investono	Collaborare con i propri stakeholder per promuovere trasparenza nei luoghi in cui lavorano e investono
Utilizzare fondi all'ingrosso e della clientela per finanziare il proprio portafoglio prestiti	Utilizzare solo i fondi dei clienti e il capitale proprio per finanziare il portafoglio prestiti
Trattare i clienti come centri di profitto transazionali centri di profitto	Valutare i clienti come relazioni a lungo termine, spesso come partner
La rigida gerarchia del processo decisionale porta le banche a concedere prestiti a sua immagine e somiglianza, senza prendere in considerazione le esigenze delle comunità locali comunità locali	Mentre la banca prende le proprie decisioni di credito decisioni di credito attraverso il dialogo, offre agli stakeholder un livello più ampio quindi una migliore comprensione delle esigenze
La rigida gerarchia della struttura organizzativa porta ad un approccio a silo e ad una catena estesa tra l'alto e il basso	La solidarietà nella gestione quotidiana e nel trattamento dei collaboratori porta ad approcci più olistici e legami più saldi, ad es. rapporto salariale tra i vertici e la base

⁹ Operazione finanziaria che permette di acquisire una società attraverso l'indebitamento della stessa.

Tabella 2 Differenze tra banca tradizionale e banca etica¹⁰

Investimento etico significa integrare le decisioni di investimento con le preoccupazioni per l'ambiente e la società. Si tratta in generale di una gestione responsabile delle risorse finanziarie che massimizza i rendimenti finanziari insieme al bene sociale e ambientale. L'interesse per la finanza etica è cresciuto nella comunità degli investitori di tutto il mondo. Secondo un recente studio pubblicato dal Social Investment Forum¹¹, la **crescita** degli investimenti etici o socialmente responsabili (**SRI**) continua a superare quella delle strategie di investimento tradizionali. All'inizio del 2010, il patrimonio degli SRI ha superato i 3.000 miliardi di dollari, con un aumento di circa il 34% in cinque anni, mentre nello stesso periodo il patrimonio gestito tradizionalmente è aumentato solo del 3%. Anche durante il periodo di recessione, ovvero tra il 2007 e il 2010, gli asset SRI hanno registrato un aumento del 13% rispetto all'1% degli asset tradizionali gestiti professionalmente (SIFF, 2010). I temi etici o ESG non sono più appannaggio di un gruppo marginale di investitori della comunità finanziaria, scollegati dall'attività di investimento tradizionale. Se le tendenze generali di investimento sono osservate su scala globale, si può notare che un numero crescente di analisti e consulenti di investimento sta riconoscendo l'importanza di questi criteri extra-finanziari e integrandoli in decisioni di investimento. **L'investimento etico o socialmente responsabile** è un concetto complesso e in continua evoluzione. Ha una lunga storia, ma ha subito un cambiamento di paradigma. È passato da un movimento etico negli anni '60 e '70, in cui i trust e le organizzazioni religiose e caritatevoli evitavano di investire in aziende produttrici di tabacco, alcol, armi e munizioni, ecc. a una strategia finanziaria mainstream negli anni '90, in cui gli investitori individuali e istituzionali utilizzano criteri ambientali, sociali e di governance o ESG per vagliare le aziende a fini di investimento. Poiché il concetto si è evoluto in modo indipendente, in periodi diversi e in diverse nazioni del mondo, è stato oggetto di termini e punti di vista diversi e nessuna terminologia e definizione universale è sembrata prevalere nel corso degli anni. È stata variamente descritta come investimento etico, investimento responsabile, investimento socialmente responsabile, investimento controllato, investimento sostenibile o investimento ambientale, sociale e di governance, cioè ESG, a seconda dei criteri di selezione del portafoglio e dell'investimento. La finanza etica si è

¹⁰ PEDRINI, M. et al., 2021. Review of impact assessment methodologies Review of impact assessment methodologies for ethical finance. European Federation of Ethical and Alternative Banks and Finance Companies, January

¹¹ CHELAWAT, H., e TRIVEDI, I.V., 2013. Ethical finance: trends and emerging issues for research. International Journal of Business Ethics in Developing Economies

evoluto da strategia di investimento utilizzata da un gruppo marginale di investitori etici fino a diventare una strategia di finanza mainstream utilizzata da investitori mainstream. Per le istituzioni di investimento di tutto il mondo, la sua definizione si è evoluta fino a includere i criteri ambientali, sociali e di governance, più generali e ampiamente accettati, piuttosto che i criteri etici, più restrittivi e rigorosi. L'ambiguità sulla definizione e sulla terminologia si è protratta fino a quando le collaborazioni istituzionali hanno tentato di elaborare una definizione del termine. L'Iniziativa finanziaria del Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente (UNEPFI) ha definito i **Principi per l'investimento responsabile** e ha incoraggiato l'adozione di uno screening ESG per tutti i portafogli di investimento. Questi criteri sono stati accettati dalla maggior parte delle organizzazioni di investimento e dei consulenti, il che ha portato a un grande consenso sul concetto di investimento etico.

Tuttavia, i vari termini utilizzati in modo intercambiabile con finanza etica sono stati trattati come se significassero lo stesso concetto e sono stati equiparati nella letteratura sull'argomento. Un altro importante sviluppo nel campo della finanza etica è stato quello di non rimanere più un movimento di attivismo etico/sociale, ma di trasformarsi in una **proposta commerciale**. Ciò è avvenuto principalmente a causa della consapevolezza, da parte dei professionisti dell'investimento, che le questioni ambientali, sociali e di governance non sono solo questioni di reputazione, ma possono influire sulla performance dei portafogli di investimento, a causa dei costi associati a una cattiva governance e alle esternalità ambientali e sociali negative. Esiste una profusione di studi accademici che hanno dimostrato che una performance ambientale e sociale superiore si traduce in una migliore performance finanziaria. Questa evidenza ha alimentato la crescita dell'integrazione dell'ESG nelle decisioni di investimento e ha incoraggiato studi di ricerca su misure legali che promuovano l'adozione della finanza etica. Questi sviluppi nel settore degli investimenti etici ci hanno permesso di comprendere il modo in cui la ricerca sulla finanza etica si è evoluta e lo sviluppo della letteratura nel campo degli investimenti etici/socialmente responsabili, che potrebbe servire da faro per la ricerca e per ulteriori lavori nel settore.

1.2. I criteri e le linee guida dell'approccio etico

La finanza sostenibile permette di sviluppare il concetto di sostenibilità nelle attività finanziarie. L'obiettivo della finanza sostenibile, dunque, è quello di investire in attività che

siano socialmente utili e non gravose all'ambiente, generando al contempo un plusvalore economico a lungo termine.

I temi principali per far sì che un investimento possa essere considerato di tipo etico sono¹²:

1) L'impiego delle attività di investimento:

Non tutti gli investimenti possono essere considerati socialmente adatti, devono essere valutati gli impieghi e gli scopi degli stessi, anche se l'etica spesso è un aggettivo soggettivo. Per far fronte al problema della soggettività è stato sviluppato un approccio legale alla responsabilità, il quale considera come ogni singolo prodotto o investimento sono realizzati, ovvero se rispettano le norme e i regolamenti promulgati dalle principali istituzioni mondiali¹³. Non sempre risulta semplice mettere in pratica gli ordinamenti internazionali, in quanto essi non sono vincolati, tanto che le aziende si ispirano ad essi per poter adottare un comportamento etico. Risultano quindi fondamentali i **caratteri della trasparenza e dell'accesso all'informazione** per permettere agli investitori di determinare in modo autonomo se si tratta di un prodotto etico o meno. Si distinguono a tale proposito, due tipologie di approccio:

- Criterio dell'esclusione, il quale permette di eliminare, tra le scelte proposte, quelle considerate non eticamente corrette, come ad esempio la produzione di armi, la produzione di sostanze nocive per l'ambiente, aziende che sfruttano i propri dipendenti e quelle che sfruttano il lavoro minorile;
- Criterio della positività o della priorità, che premiano le attività che apportano beneficio alla società, come ad esempio la scelta di società che si preoccupano della salute fisica e mentale dei propri dipendenti, che mettono in atto la tutela dei diritti umani, società che si occupano della produzione di energia rinnovabile.

2) I comportamenti degli attori coinvolti nelle attività finanziarie:

Non è da sottovalutare questo aspetto, in quanto deve essere valutato il gestore nell'insieme totale. Ad esempio, non può essere considerato eticamente corretto il comportamento di un'azienda che produce energia rinnovabile da un lato e dall'altro lato commercializza combustibili fossili. Risulterebbe contraddittorio.

¹² BARANES, A., 2019. Responsabilità e finanza. Guida alle iniziative in campo socio-ambientale per gli istituti di credito e le imprese finanziarie. Finanza Etica, p.21 [consultazione 08/04/2023]

¹³ Per citare le principali istituzioni: le Nazioni Unite attraverso con la "Dichiarazione universale dei diritti umani", i summit internazionali, come ad esempio quello svolto a Rio De Janeiro sul Vertice per l'ambiente, le dichiarazioni e le risoluzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro (OIL), le direttive dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) e i regolamenti e le direttive dell'Unione Europea. BARANES, A., 2019. Responsabilità e finanza. Guida alle iniziative in campo socio-ambientale per gli istituti di credito e le imprese finanziarie. Finanza Etica, p.22 [consultazione 08/04/2023]

Questa analisi può essere condotta osservando due criteri:

- Criterio del comportamento interno, in cui si valuta la trasparenza dell'informazione e le azioni svolte all'interno dell'azienda, come ad esempio le tipologie di contratti applicati (se rispettano i diritti sindacali o il grado di libertà di partecipazione dei lavoratori) oppure le politiche applicate per il risparmio energetico.
- Criterio del comportamento esterno, oltre alla trasparenza deve essere considerato il grado di accesso all'informazione, valutando i rapporti del proponente e l'intera azienda con tutti gli stakeholders.

Nella valutazione d'insieme di un'azienda (multinazionale o società bancaria) dal punto di vista della Corporate Social Responsibility, è bene tenere in considerazione anche la Corporate Governance. In particolare, osservare come funziona l'organizzazione di una società permette di avere una visione più trasparente sulla gestione del CdA interno, dei manager e dei lavoratori; inoltre, per una valutazione dal punto di vista etico, è bene tenere in considerazione il comportamento di tutte le parti coinvolte, dal punto di vista sociale, ambientale e dei diritti dei lavoratori e consumatori.

Nel primo paragrafo è stato possibile constatare che nel corso della storia sono state utilizzate diverse terminologie per definire la finanza etica. Non dobbiamo confondere però la finanza sostenibile con la finanza etica¹⁴. Le due infatti presentano delle differenze che andrò a definire qui di seguito:

1) Obiettivi: La prima e più fondamentale differenza tra i due modelli risiede nei principi di base che indirizzano le attività. Per la maggior parte degli intermediari finanziari, l'obiettivo è quello di massimizzare i profitti e il valore del proprio capitale. Questo approccio non è considerato problematico nella definizione di finanza sostenibile dell'Unione Europea. Secondo i nuovi regolamenti europei, la sostenibilità è al massimo una funzione secondaria per raggiungere l'obiettivo principale, un fattore competitivo da tenere in considerazione per soddisfare la crescente domanda del mercato e uno strumento di marketing per ridurre il rischio di reputazione e dare un'immagine più pulita. Il rischio principale quindi è che si guardi solo al profitto e determinando anche situazioni di greenwashing. Diverso, invece, è l'approccio della finanza etica. C'è comunque la ricerca di realizzare un utile ma, in questo caso, per massimizzare i benefici per le persone e per il pianeta. Sono valutati tutti gli impatti non economici causati dalle azioni economiche.

¹⁴BANCA ETICA, 2022. Finanza etica e finanza sostenibile due modelli a confronto. Banca Etica, Gennaio. [Data di accesso: 08/04/2023]

L'obiettivo dunque, è quello di agire valutando tutte le ripercussioni su tutti gli stakeholders.

- 2) **Speculazione ed economia reale:** Nelle normative europee non è presente alcun vincolo che faccia riferimento all'attenzione di non danneggiare la collettività e l'economia reale. La ricerca del massimo profitto è relativa ad un tempo d'azione molto breve e per questo motivo, spesso le aziende non tengono in considerazione degli impatti delle loro azioni sull'ambiente e sulla comunità, anche se le aziende dichiarano di effettuare finanza sostenibile. La finanza etica agisce in modo opposto. Osserva l'economia reale e si pone come strumento per le aziende. In questo modo si adatta alle esigenze della società, anche se queste richiedono operazioni più lunghe (a differenza delle aziende che mirano al massimo profitto in tempi brevi). Inoltre, la finanza etica permette l'accesso al credito anche ai soggetti più deboli (tema assente nelle disposizioni normative europee).
- 3) **Modello adottato:** La finanza sostenibile si concentra quasi interamente su strumenti finanziari specifici e non su tutte le attività svolte dai gruppi bancari. Inoltre, attualmente copre solo le attività di gestione e investimento degli strumenti finanziari e non l'erogazione del credito o altre attività bancarie. La realtà della finanza etica, invece, si basa sulla coerenza delle attività nel loro complesso. Per i finanziatori etici, l'idea che una banca possa offrire prodotti sostenibili ad alcuni clienti e non ad altri è inaccettabile. I fornitori di finanza etica devono affrontare caratteristiche come la trasparenza e l'equità prima dei prodotti e dei servizi che offrono. Pertanto, l'analisi di ciascun prodotto finanziario offerto ai clienti deve essere effettuata contestualmente a una valutazione complessiva del proponente.
- 4) **Modelli di Governance:** L'Unione Europea adotta una logica "di prodotto" per inquadrare la finanza sostenibile, ma ciò non consente un'analisi approfondita dei modelli di governance degli intermediari finanziari. Nel caso della finanza etica, invece, questi modelli sono fondamentali e si basano sulla trasparenza, partecipazione degli azionisti e dei clienti, massima remunerazione e sistemi di incentivazione.
- 5) **Valutazione dei criteri ESG** (environmental, social and governance): Il concetto di "sostenibilità" nell'approccio UE considera solamente l'aspetto ambientale, a differenza della finanza etica che considera insieme gli aspetti ambientali, sociali e di governance, valutando l'interrelazione tra di essi ed ogni impatto economico provocato. Il modello europeo deve quindi, secondo la finanza etica, essere integrato da una definizione delle attività che non sono sostenibili, adottando il criterio dell'esclusione.

- 6) Regolamentazioni e lobby:** Si è cercato nel tempo di introdurre nelle attività di finanza sostenibile anche alcune attività che non sono propriamente sostenibili, come ad esempio i combustibili fossili. Queste richieste sono state mosse dalle lobby finanziarie verso l'Unione Europea per cercare di diluire il concetto di "sostenibilità". La finanza etica si muove in senso opposto. Attraverso la finanza etica le operazioni svolte si muovono in parallelo con le attività culturali e di formazione/informazione finanziaria. Azioni come la richiesta di introduzione di una tassa sulle transizioni finanziarie o il contrasto ai paradisi fiscali, sono tutte attività che per la finanza etica devono essere messe in prima fila per poter soddisfare le reali esigenze sociali e ambientali.
- 7) Cambiamento:** La finanza sostenibile (e in generale la finanza tradizionale) cerca di trarre profitto solo dalle società e dai mercati in cui investe, spesso quindi, disinteressandosi al cambiamento e ai comportamenti delle altre società. La finanza etica, al contrario, cerca di contribuire al cambiamento di tutte le società, cercando un dialogo con loro e cercando di istruirle per migliorare le performance sociali e ambientali.

1.3. Gli ordinamenti e le normative

Il cambiamento climatico rappresenta una delle più grandi sfide che l'umanità abbia mai affrontato. È ormai ampiamente dimostrato che le attività indotte dall'uomo stanno contribuendo ai diffusi cambiamenti nell'atmosfera, negli oceani e nelle terre. Oltre all'impatto sull'ambiente, gli effetti dirompenti dell'emergenza climatica comportano rischi tangibili anche per l'economia e il sistema finanziario. Per mitigare i rischi legati al clima e il loro impatto sugli asset e sulle istituzioni finanziarie, gli sforzi globali per promuovere lo sviluppo sostenibile l'Unione europea ha intensificato gli sforzi per diventare la principale potenza mondiale dello sviluppo sostenibile, istituendo ordinamenti e normative. Tra le iniziative più rilevanti, nel dicembre 2019 la Commissione europea ha lanciato l'European Green Deal, un piano d'azione legislativo e normativo volto ad affrontare i cambiamenti climatici e a far fronte a un'ampia gamma di sfide legate all'ambiente. Di riflesso alle normative europee, l'Italia ha introdotto e emanato normative nazionali.

1.3.1. Le normative europee

Negli ultimi anni, la Commissione europea ha lanciato diverse iniziative sullo sviluppo sostenibile all'interno di un quadro volto a porre i fattori ESG al centro del sistema

finanziario. L'obiettivo è contribuire a trasformare l'economia europea in un sistema più verde, resiliente e circolare. Si tratta di “uno sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri”, utilizzato per la prima volta nel Rapporto Brundtland del 1987¹⁵.

I principali interventi normativi che hanno interessato la finanza sostenibile, la quale integra gli obiettivi ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo decisionale aziendale e indirizza le risorse aziendali verso attività redditizie, ma allo stesso tempo rispettose dell'ambiente e socialmente utili, sono:

- **Direttiva sull'informativa non finanziaria (Direttiva 2014/95/UE)**¹⁶, rappresenta il primo provvedimento normativo entrato in vigore dando rilievo ai fattori ESG. La direttiva prevede che le grandi imprese pubblichino informazioni sulle questioni ambientali, sociali, relative alle risorse umane, ai diritti umani e alla lotta contro la corruzione pertinenti all'impresa, tenendo conto delle sue attività e delle sue caratteristiche, nella misura necessaria a comprendere le prestazioni e i risultati dell'impresa e l'impatto delle sue attività su tali questioni, come parte integrante della relazione annuale o in una relazione separata, in una dichiarazione non finanziaria (DNF) da pubblicare. Il Framework non prescrive metodi e standard di rendicontazione, ma prevede che la Commissione elabori linee guida non vincolanti sull'argomento.
- **Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile (COM/2018/097)**, approvato a marzo del 2018 e nel quale sono delineati gli obiettivi da raggiungere per ottenere un sistema finanziario in grado di promuovere lo sviluppo sostenibile in termini economici, sociali e di sviluppo sostenibile. Successivamente è stato adattato a seguito della pubblicazione della “Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile” del 2021.
- **Regolamento sulla finanza sostenibile (UE 2019/2088)**, è stato il primo atto ad essere approvato a seguito del Piano d'azione del 2018, chiamato anche **Sustainable Finance Disclosure Regulation** (o SFDR). Questo regolamento riguarda la **tassonomia** e la **disclosure**. Nello specifico, la tassonomia può essere intesa come un insieme di criteri di classificazione volti a valutare in che misura un determinato asset sia sostenibile dal punto di vista ambientale e se l'impiego di capitali in tale asset possa portare a un risultato

¹⁵ COPPOTELLI, P., 2022. La strategia europea sullo sviluppo sostenibile. In particolare, la finanza sostenibile e le modifiche al quadro regolamentare europeo. *Analisi Giuridica dell'Economia*. [Data di accesso: 10/04/2023]

¹⁶ COPPOTELLI, P., 2022. La strategia europea sullo sviluppo sostenibile. In particolare, la finanza sostenibile e le modifiche al quadro regolamentare europeo. *Analisi Giuridica dell'Economia*. [Data di accesso: 10/04/2023]

sostenibile¹⁷. La logica alla base di questo strumento normativo è quella di tradurre gli obiettivi ambientali in metriche comparabili, al fine di assistere gli investitori nel loro processo decisionale e frenare le pratiche di "greenwashing". Se resa operativa in modo adeguato, la tassonomia dovrebbe accrescere l'interesse per gli asset sostenibili e, in ultima analisi, incrementare il flusso di capitali verso investimenti rispettosi del clima.

Nella prefazione del regolamento si legge che per combattere i cambiamenti climatici "è necessaria un'azione urgente per mobilitare i capitali non solo attraverso le politiche pubbliche, ma anche da parte del settore dei servizi finanziari"¹⁸. Introducendo questo nuovo tipo di regolamento, l'UE cerca di cambiare i modelli di comportamento nel settore finanziario, scoraggiando il greenwashing e promuovendo investimenti responsabili e sostenibili. La nuova politica si applica a tutti i partecipanti ai mercati finanziari europei (FMP). Tra questi figurano le imprese di investimento, i fornitori di servizi pensionistici e gli investitori assicurativi, nonché le attività di venture capital¹⁹ e di imprenditoria sociale qualificate. Oltre all'aumento dell'obbligo di rendicontazione, uno dei requisiti principali per l'FMP è la classificazione dei prodotti ESG e dei prodotti non ESG come fondi, di cui nello specifico si riferiscono gli **articoli 6, 8 o 9**, a seconda del grado di integrazione ESG. In questo caso, l'articolo 8 comprende quei fondi che considerano gli aspetti ESG nel loro processo di investimento, ma si concentrano sulla materialità finanziaria, mentre i prodotti dell'articolo 9 mirano a creare un impatto ambientale e sociale insieme alla generazione di un rendimento finanziario. Ciò può essere fatto solitamente allineando il portafoglio agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) delle Nazioni Unite o all'Accordo di Parigi. Più specificamente, l'articolo 8 si applica quando "un prodotto finanziario promuove, tra le altre caratteristiche, ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le società in cui vengono effettuati gli investimenti seguano buone pratiche di governance"²⁰. L'articolo 9, invece, si riferisce ai fondi che hanno come obiettivo primario, accanto al rendimento finanziario, la generazione di un impatto reale. Infine, i prodotti dell'articolo 6 sono quei fondi che non soddisfano i requisiti per essere etichettati

¹⁷ MENECHINI, L., 2022. A critical analysis of the Eu green taxonomy: is it fit for purpose? *Diritto del Risparmio*

¹⁸ BECKER, M.G., MARTIN, F., e WALTER, A., 2022. The power of ESG transparency: the effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors. *Etica News*

¹⁹ Investimenti in aziende ad alto rischio di fallimento

²⁰ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio, Informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, del 27 novembre 2019. Disponibile su: www.covip.it/direttive_europee/celex_02019r2088-20200712_it_txt_1.pdf [Data di accesso 10/04/2023]

come articoli 8 o 9 e rappresentano quindi tutti i fondi che non integrano la sostenibilità nel loro processo di investimento o lo fanno in misura molto ridotta.

L'ambito di applicazione della tassonomia è troppo ristretto, in quanto non riesce a comprendere un numero sufficientemente ampio di società quotate dell'UE e trascura completamente l'impronta ambientale delle PMI, che rappresentano la percentuale maggiore dell'attività economica nell'UE. Si stima che una piccola parte delle attività delle imprese e dei gestori patrimoniali dell'UE sia completamente allineata alla tassonomia. L'inclusione del gas e dell'energia nucleare solleva la questione politica se un quadro di etichettatura verde comunemente accettato sarà alla fine approvato da tutti gli Stati membri dell'UE. Inoltre, la tassonomia definisce solo in modo proattivo le opportunità per gli investimenti "verdi", ma non è dotata di un elenco delle corrispondenti attività non sostenibili. Anche l'ambito di applicazione della legge manca di sufficiente flessibilità normativa. I chiarimenti sull'ecocompatibilità delle attività di transizione non sono ancora sufficienti e una tassonomia di valutazione che può solo produrre un'analisi dei costi e dei benefici.

In riferimento al Regolamento 2019/2088, gli studiosi Martin G. Baker, Fabio Martin e Andreas Walter, nel 2022, hanno condotto uno studio²¹ nel quale hanno analizzato l'effetto dell'intervento politico sul raggiungimento dell'obiettivo dichiarato, ovvero quello di combattere il cambiamento climatico incentivando gli FMP (mercati finanziari europei) a diventare più ecologiche e mobilitando capitali nel settore dei servizi finanziari. Per analizzare la misura in cui questo obiettivo è stato raggiunto, hanno considerato sia il lato della domanda che quello dell'offerta. Inoltre, hanno esaminato come i gestori di fondi comuni e i clienti privati reagiscono rispettivamente all'intervento politico. L'ipotesi è che se gli investitori sono meglio informati sulla sostenibilità dei fondi, questo crea un incentivo per i fondi a investire in modo più sostenibile.

In primo luogo, ci si aspetta un aumento dei punteggi di sostenibilità dei fondi interessati dopo l'intervento rispetto a quelli non interessati dopo la divulgazione del regolamento nel 2019. Lo studio è stato condotto dividendo il campione in due gruppi: il primo gruppo è considerato *gruppo di trattamento* e contiene tutti i fondi europei interessati dalla normativa. Per il secondo gruppo, definito *gruppo di controllo*, sono stati utilizzati tutti i fondi comuni di investimento con sede negli Stati Uniti, poiché non sono esposti all'intervento e rappresentano

²¹ BECKER, M.G., MARTIN, F., e WALTER, A., 2022. The power of ESG transparency: the effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors. *Etica News*

la maggior parte dei fondi comuni di investimento a livello mondiale. Per controllare le potenziali differenze tra il gruppo di trattamento e quello di controllo, hanno utilizzato un matching di prossimità 1:1. Lo scopo è quello di valutare se i fondi europei hanno aumentato i loro punteggi ESG rispetto al gruppo di controllo a seguito del regolamento sulla divulgazione della finanza sostenibile (SFDR).

Il lato della domanda implica quindi che un aumento della trasparenza e della sostenibilità porta a maggiori afflussi verso i fondi sostenibili. La divulgazione di essere un fondo (articolo 6, 8 o 9) potrebbe influenzare direttamente le decisioni di investimento dei clienti privati, dimostrando che i fondi a cui viene attribuita una sorta di etichetta di performance dovrebbero registrare un aumento della raccolta grazie al salto di reputazione. Tuttavia, ciò dipende dal modo in cui le imprese di investimento promuovono i loro marchi.

Per quanto riguarda l'offerta, hanno scoperto che la maggiore trasparenza della sostenibilità impostata dal nuovo regolamento incentiva i fondi comuni ad aumentare i loro sforzi ESG. I fondi dell'UE, che sono interessati dalle nuove regole, hanno aumentato i loro punteggi ESG più dei fondi del gruppo di controllo non UE. Per quanto riguarda la domanda, i risultati indicano che l'intervento ha avuto un impatto statisticamente significativo sui flussi di fondi nei primi quattro mesi dopo l'intervento. I fondi degli articoli 8 e 9 hanno registrato afflussi netti positivi rispetto ai fondi UE meno sostenibili. Lo studio dimostra l'efficacia della normativa sull'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e indica che l'SFDR mobilita i capitali.

- **Tassonomia delle attività economiche ecosostenibili**, introdotta con il Regolamento UE n.2020/852²². Esso rappresenta una classificazione delle attività economiche sostenibili, in modo tale da poter dare uno strumento agli investitori per la valutazione dei business all'interno del mercato e cercare di limitare il greenwashing (si veda capitolo 2.3.).

Altri documenti normativi importanti pubblicati in Europa sono:

- **European Green Deal (COM/2019/640)**, approvato a dicembre del 2019 dalla Commissione Europea. Evidenzia la strategia di crescita sostenibile dell'Europa, gli obiettivi ambientali e di protezione. Traduce l'impegno dell'Unione Europea nell'attuazione degli obiettivi di sviluppo sostenibile definiti nell'Accordo di Parigi e nell'Agenda 2030 adottata dall'Assemblea generale delle Nazioni Unite il 25 settembre 2015.

²² Forum per la Finanza Sostenibile, 2022. Greenwashing e finanza sostenibile: rischi e risorse di contrasto, Forum per la Finanza Sostenibile [online], 8 novembre. Disponibile su <https://finanzasostenibile.it/attivita/paper-greenwashing-ita/>

- **Next Generation EU**, approvato dal Consiglio Europeo a luglio del 2020. Questo documento è stato ideato per far fronte alla crisi pandemica del Covid-19. Sono stati stanziati dei fondi per gli stati membri in difficoltà a seguito della pandemia. L'accesso al credito è disposto solo dopo l'approvazione di un Piano per la ripresa e la resilienza nel quale devono essere indicate in modo dettagliato le azioni che si intendono adottare con le risorse ottenute in un'ottica di sostenibilità dell'economia. Il Piano deve essere approvato dalla Consiglio Europeo su proposta della Commissione.
- **Regolamento (UE) 2021/241**: a febbraio del 2021 è stato emanato questo regolamento che stabilisce i pilastri in cui si deve fondare il Piano per la ripresa e la resilienza, ovvero: il 37% delle risorse devono essere destinate alla transizione verde (investimenti per far fronte all'emergenza climatica), il 20% deve essere destinato alla trasformazione digitale del Paese, il residuo diviso, a discrezione della Nazione, in coesione sociale e territoriale, salute e capacità di ripresa economica, politiche per le generazioni future e crescita sostenibile e inclusiva.
- **Corporate Sustainability Due Diligence (CSDD)**²³: Direttiva proposta nel 2022 dalla Commissione Europea per promuovere un comportamento responsabile lungo tutto il processo aziendale. L'obiettivo principale è rendere i dati e le informazioni per gli attori del mercato il più trasparenti possibili. Essendo ancora una proposta, dovrà essere atteso il verdetto del Parlamento Europeo.

1.3.2. Le normative nazionali

In Italia il movimento della finanza etica (precursore della finanza sociale) si è sviluppato a partire dalla fine degli anni '70 in Italia. L'idea era che nella finanza, il denaro dovesse essere il mezzo e non il fine, e che nell'uso del denaro per produrre denaro, l'essere umano dovesse essere il riferimento. Questo movimento si è concretizzato nella costituzione di soggetti eticamente orientati che hanno svolto attività di finanziamento secondo lo schema delle società di mutuo soccorso (società cooperative finanziarie, o Mutue di Auto Gestione - MAG). La prima MAG²⁴ è stata quella di Verona nel 1978 che, in base a una legge del 1886, ha iniziato a operare raccogliendo denaro dai soci sotto forma di capitale sociale per finanziare iniziative economiche autogestite, offrendo opportunità di finanziamento etico e

²³ Forum per la Finanza Sostenibile, 2022. Greenwashing e finanza sostenibile: rischi e risorse di contrasto, Forum per la Finanza Sostenibile [online], 8 novembre. Disponibile su <https://finanzasostenibile.it/attivita/paper-greenwashing-ita/>

²⁴ BANI, E., 2019. From ethical finance to social finance in Italy. Studia Ekonomiczne, CX, p.12 e s.

solidale, concedendo prestiti a tassi di interesse agevolati. Il movimento ha raggiunto dimensioni notevoli nel 1993, coinvolgendo oltre 5 mila soci, finanziando 500 progetti e creando 5 mila posti di lavoro. Queste esperienze giunte fino alla creazione di una vera e propria banca (denominata Banca Etica), sono però rimaste molto limitate.

L'inasprimento della disciplina degli intermediari finanziari non bancari, progressivamente attuato con la **legge n. 197/1997**, sulla lotta al riciclaggio, fino alla riforma del Titolo V del Testo Unico Bancario (TUB), **D.Lgs. n. 385 del 1993**. Riforma avvenuta con il **Decreto legislativo n.141 del 2010**, che ha rinnovato l'articolo 111 del TUB e introdotto una disciplina ad hoc per il microcredito, ha creato non poche difficoltà di adeguamento per gli operatori della finanza etica, che hanno avuto difficoltà a raggiungere gli standard previsti per tutti gli intermediari. D'altra parte, la crisi del 2007-2008 e le sue pesanti conseguenze sociali in tutti i Paesi europei, hanno tolto credibilità alla finanza tradizionale e hanno spinto a riflettere sulle opportunità con un modello alternativo di finanza. In realtà, più che cercare un modello "alternativo" di finanza, molti vedevano la necessità di riportare le attività finanziarie alle loro radici, alla funzione sociale a cui la finanza deve la sua nascita e da cui sono state completamente strappate nel tempo, seguendo strategie sempre più speculative e di breve periodo.

Queste riflessioni hanno dato vita a nuovi progetti che mirano a investire in settori precedentemente trascurati, individuando nuovi modelli di finanziamento, o nuovi strumenti, nuovi operatori, che hanno determinato un consistente sviluppo dell'emergente industria della finanza sociale.

Prima della crisi del 2007, in Italia esistevano quindi soggetti che svolgevano attività riconducibili alla finanza etica, ma senza uno specifico riconoscimento giuridico. Le MAG sono state le pioniere in Italia della finanza etica, erogando fondi secondo criteri di solidarietà, reciprocità, etica e trasparenza. I risparmi raccolti tra i soci venivano così distribuiti: prima ai soci stessi, per finanziare iniziative economiche autogestite, poi anche a soggetti in difficoltà o a soggetti che proponevano progetti sociali con ricadute positive sull'ambiente e sul territorio. Per questo motivo, avevano già iniziato a fare finanza "sociale", finalizzata a sostenere progetti con valenza sociale: ad esempio, sistemi di produzione e scambio innovativi ed ecocompatibili, oppure finalizzati a promuovere l'integrazione sociale o a superare le difficoltà familiari. In questo contesto, alcune Mag hanno iniziato ad attivare sportelli di microcredito, per offrire prestiti a persone e microimprese che non trovavano

risposte al loro bisogno di credito nel circuito bancario tradizionale (ad esempio, perché non erano in grado di fornire garanzie).

Seguendo la tradizione delle Mutue di Auto Gestione, nel 1999 è stata concepita la prima banca etica italiana: **Banca popolare Etica**. Secondo i fondatori avrebbe dovuto assumere la forma di una banca di credito cooperativo, ma, per superare i limiti territoriali imposti all'attività delle banche di credito cooperativo nell'ordinamento italiano, fu adottata la forma della banca popolare (che ha la struttura della società cooperativa, ma oggi diremmo - non prevalentemente mutualistica). Nello statuto si proclama il credito come un diritto umano (da assegnare nel rispetto della normativa bancaria, che impone il rispetto dei criteri di sana e prudente gestione e di economicità della gestione), e si afferma che il profitto derivante dal possesso e dallo scambio di denaro deve essere conseguenza solo di attività orientate al bene comune e da ripartire equamente tra tutti i soggetti che concorrono alla sua realizzazione. Si persegue la massima trasparenza delle operazioni, la partecipazione alle scelte dell'impresa da parte dei soci e dei risparmiatori, l'utilizzo del denaro per il bene della comunità, con il sostegno ad attività di utilità sociale, culturale e ambientale, e l'esclusione delle attività che ostacolano lo sviluppo umano e contribuiscono a violare i diritti fondamentali della persona e l'educazione del cliente". Tuttavia, è solo nel 2017 che il legislatore italiano ha deciso di dare riconoscimento autonomo a queste caratteristiche operative. Infatti, la Legge di Bilancio 2018 ha introdotto nel TUB un articolo dedicato alla finanza etica (art. 111-bis del TUB), intitolato: "**Finanza etica e sostenibile**". Gli elementi individuati dal legislatore italiano per identificare gli operatori di finanza etica e sostenibile mostrano un approccio molto restrittivo. Infatti, per godere dei benefici fiscali derivanti dalla categoria di operatore di finanza etica, è necessario che egli svolga un'istruttoria etica per le richieste di finanziamento e che pubblichi i dettagli di tali finanziamenti per provarli, per concedere parte dei prestiti alle organizzazioni non profit e alle imprese sociali, di non distribuire gli utili ma di reinvestirli nell'attività, di avere una governance democratica e partecipativa e di adottare politiche di remunerazione eque. La necessità di utilizzare un rating etico riconosciuto a livello internazionale, tuttavia, sta attualmente causando problemi, dato che, al momento, il rating etico non è standardizzato a livello internazionale (al contrario, è ampiamente discusso). Sul fronte del microcredito, la novità normativa più significativa degli ultimi anni è stata la disciplina introdotta nel TUB dal D.Lgs. 13 agosto 2010, n. 141 (poi modificato nel 2010 e infine dal D.Lgs. 169/2012), che ha riscritto l'art. 111, dettando regole specifiche per i soggetti che possono erogare microcredito in deroga a quanto previsto dagli artt. 106 e ss. del TUB sugli intermediari finanziari che

erogano finanziamenti. In realtà, questo intervento si è reso necessario per non precludere la possibilità di concedere prestiti chirografari a persone o imprese svantaggiate in fase iniziale, da parte di intermediari che - in assenza di deroghe ad hoc non potrebbero più operare dopo l'entrata in vigore delle norme più stringenti dettate dalla nuova versione dell'articolo 106 del TUB sugli intermediari finanziari che erogano finanziamenti.

Gli obiettivi²⁵ perseguiti da questa norma sono molteplici:

- Sostanziare una nuova classe di banchieri che finanzino in modo etico e sostenibile, regolamentando e caratterizzando le caratteristiche fondamentali;
- Assicurare che non ci siano istituti di credito che si qualifichino come “banche etiche” ma che in realtà non lo sono;
- Prevedere delle agevolazioni fiscali per compensare le limitazioni operative.

1.4. Quali investitori per quali iniziative: le nuove frontiere dell’etica

Alcuni potrebbero pensare che chi investe in fondi etici o socialmente responsabili non investa affatto in fondi non etici. Anche se ci saranno individui per i quali questa affermazione è esatta, alcune ricerche rivelano che è comune che le persone investano sia in fondi socialmente responsabili sia in fondi più standardizzati o convenzionali. Le motivazioni degli investitori etici sembrano in realtà piuttosto complicate (Lewis, 2002; Mackenzie e Lewis, 1999)²⁶. Non esiste un compromesso diretto tra i valori di una persona e il rendimento finanziario desiderato e atteso (Lewis e Mackenzie, 2000a). In altre parole, gli investitori in fondi etici sembrano distribuire i loro soldi su una serie di fondi con diversi profili di rischio-rendimento. Alla luce di questa constatazione, è altrettanto plausibile che i fondi etici più performanti attraggano non solo investitori etici, ma anche investitori più generici o convenzionali. Ciò non sorprende, poiché il rendimento finanziario è un criterio importante per gli investitori, indipendentemente dallo status (etico) del fondo. Ciononostante, alcuni investitori sentono la necessità di mettere il loro denaro al servizio di un'attività coerente con i loro valori personali e sono generalmente fedeli ai loro investimenti socialmente responsabili anche se questi hanno un rendimento scarso o sono eticamente sia semplicemente per “sentirsi bene” (reddito psichico) o per cercare di promuovere il cambiamento sociale, anche se questo significa ricevere un rendimento finanziario leggermente inferiore rispetto agli investitori

²⁵ FABBIANI, E., 2023. La riforma degli operatori bancari di finanza etica e sostenibile. *Rivista di Diritto Bancario*, 14 Febbraio

²⁶ MICHELSON, G. et al., 2014. Ethical investment. Processes and outcomes. *Journal of Business Ethics*

convenzionali. In questo senso, viene applicata una "sanzione etica" all'azione di aver investito secondo i propri valori. È possibile che gli individui che investono in cause etiche siano relativamente ricchi e quindi in grado di sostenere un costo finanziario. Naturalmente, ciò presuppone che gli investitori siano consapevoli del fatto che i loro soldi potrebbero ottenere risultati migliori altrove. Il genere e l'istruzione sembrano giocare un ruolo che spiegano la crescita degli investimenti socialmente responsabili, almeno negli Stati Uniti. Queste caratteristiche demografiche appaiono utili anche per tracciare il profilo di coloro che sono più propensi a investire in questi fondi in altri Paesi. Ad esempio, in Australia gli investitori etici sono tendenzialmente donne, relativamente giovani e con un elevato livello di istruzione. Tuttavia, come hanno recentemente sostenuto Dunfee e Lewis: "è necessario conoscere meglio la psicologia degli investitori nel contesto degli investimenti socialmente responsabili". McLachlan e Gardner, nel secondo articolo di questo numero speciale, rispondono a questa esigenza e dimostrano che permangono differenze fondamentali tra investitori individuali etici e non etici (o convenzionali). Questi autori invitano inoltre a non ignorare le esigenze e i desideri degli investitori socialmente responsabili in termini di commercializzazione dei fondi di servizi finanziari.

Nel mondo della finanza responsabile, negli ultimi anni nessun'altra categoria di prodotti ha attirato l'attenzione degli analisti e dei media tradizionali quanto i green bond. Il settore privato ha mostrato un improvviso interesse nel 2013-14, in parte dovuto all'entusiasmo generato dalla pubblicazione dei cosiddetti **Green Bond Principles (GBP)**²⁷. Sviluppati dall'International Capital Markets Association (ICMA), i GBP mirano a fornire agli emittenti dettagli sulle caratteristiche richieste agli strumenti finanziari e ad assistere gli investitori fornendo loro le informazioni necessarie.

Particolarmente importante a questo proposito è il lavoro intrapreso negli ultimi anni dalla Climate Bonds Initiative (CBI), un'organizzazione internazionale con sede a Londra. In particolare, gli analisti del CBI distinguono **due segmenti** rilevanti di questo mercato: il segmento delle cosiddette **obbligazioni con etichetta climatica** e il segmento delle **obbligazioni senza etichetta climatica**. Il primo si riferisce alle obbligazioni destinate a finanziare progetti legati all'ambiente e al cambiamento climatico ed etichettate come "verdi" dall'emittente; il secondo si riferisce alle obbligazioni che non sono formalmente certificate come "verdi" e non sono direttamente collegate a uno specifico progetto "verde", ma che non

²⁷ CAVALLITO, M., ISONIO, E., e MEGGIOLARO, M., 2017. La finanza etica e sostenibile in Europa. Pergine Valsugana: Arti Grafiche, p.109 e s.

hanno ancora effettuato in alcun modo la transizione verso le fonti rinnovabili. Si tratta di obbligazioni emesse da società o persone giuridiche che hanno avviato una qualche forma di transizione verso le fonti rinnovabili. Questo dato evidenzia la persistente tendenza alla rapida crescita che ha caratterizzato il mercato negli ultimi anni. Nel settore dei green bond etichettati e di quelli solo certificati secondo il Climate Bond Standard, le emissioni registrate dovrebbero raggiungere i 130 miliardi di dollari alla fine del 2017, rispetto agli 81,6 miliardi di dollari del 2016.

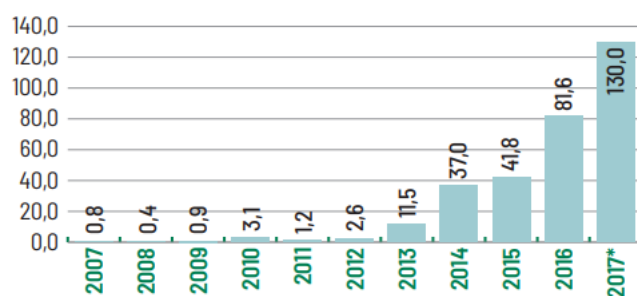


Grafico 1 – Andamento dei green bond nel mondo²⁸

Da qualche tempo a questa parte, gli analisti sembrano avere un grande interesse per il settore dei **muni bond** nell'ambito del settore verde, ossia delle obbligazioni verdi emesse dalle amministrazioni cittadine per finanziare progetti e iniziative volte a contrastare il cambiamento climatico. Le **obbligazioni "cittadine"** sono sempre state un settore con un grande potenziale. In un rapporto pubblicato nel 2011, le Nazioni Unite hanno evidenziato l'importanza delle città nel fenomeno del riscaldamento globale, sottolineando che le città rappresentano solo il 2% della superficie terrestre, ma sono responsabili del 70% delle emissioni globali di gas nel peggiore dei casi. La Commissione europea stima 177 miliardi di euro di investimenti necessari per raggiungere gli **obiettivi di transizione energetica e di prevenzione del riscaldamento globale**. Soprattutto nell'Europa centrale e orientale, l'efficienza energetica negli edifici e nei trasporti richiederà maggiore attenzione, poiché esiste un divario significativo tra gli standard desiderati. Nel giugno 2016, la società olandese, specializzata nei mutui residenziali, Obvion N.V. ha lanciato i primi titoli garantiti da ipoteca (o Residential MortgageBacked Security, RMBS) progettati secondo gli **standard dei climate bond**. L'introduzione dei titoli garantiti da ipoteca, secondo gli analisti di CBI,

²⁸CAVALLITO, M., ISONIO, E., e MEGGIOLARO, M., 2017. La finanza etica e sostenibile in Europa. Pergine Valsugana: Arti Grafiche

porterebbe ad un aumento della cartolarizzazione²⁹ verde in Europa. Per questo motivo, la European Mortgage Federation (EMF) e lo European Covered Bonds Council (ECBC) hanno lanciato un progetto denominato “Energy Efficiency Mortgage Initiative”, destinato all’elaborazione di finanziamenti residenziali in linea con gli standard definiti, per programmi di efficienza energetica. Nel luglio 2017 la Climate Bonds Initiative e lo European Covered Bonds Council hanno istituito congiuntamente la EU Green Securities Commission con l'intento di incentivare la crescita dei titoli verdi europei nei settori dei titoli covered, asset-backed e non garantiti.

Altro prodotto che suscita grande interesse nel settore dell’impact investing sono i **social impact bond**³⁰ (SIB o Pay for success financing). È un ramo che coinvolge sia pubblico che privato e tratta di temi welfare, come ad esempio l’istruzione, la sanità, la lotta al crimine, l’assistenza ai clochard. I primi social impact bond sono stati promossi nel 2010 nel Regno Unito, suscitando interesse anche negli Stati Uniti, dove erano stati emessi 9 tipi di obbligazioni e 50 in corso di preparazione, con un investimento privato totale pari a 91,6 milioni di dollari. Il funzionamento prevede che gli investitori sottoscrivano obbligazioni e prestino denaro ai fornitori di servizi sociali che devono raggiungere determinati obiettivi entro una data stabilita; se i progetti hanno successo, il governo paga gli interessi agli investitori, altrimenti non paga nulla. Secondo Third Way (gruppo di esperti analisti americani), i SIB rendono i programmi sociali più efficaci e fanno risparmiare il governo, aumentando i finanziamenti per i programmi sociali. Tuttavia, queste obbligazioni possono anche presentare degli svantaggi. Sono necessarie ulteriori ricerche per valutare esattamente dove e come possono essere utilizzati in modo più efficace.

²⁹ Processo attraverso il quale i crediti disposti nei confronti dei debitori vengono utilizzati come garanzia (di solito attraverso asset-backed security). Questi crediti sono scambiati all’interno del mercato per poter ottenere in cambio liquidità.

³⁰ Secondo Social Finance (organizzazione no profit inglese), i social impact bond presenti nel mondo sono attualmente 89 per un totale di 322 milioni di dollari di investimento. Secondo l’OCSE sono presenti in 19 Paesi nel mondo (principalmente nel Regno Unito), nei quali 53 obbligazioni su 89 sono presenti in Europa. In Africa e America Latina il fenomeno non è ancora presente. Attualmente sono in progettazione 70 nuove obbligazioni, 23 delle quali si collocano in Europa (e per la prima volta rientra anche un SIB italiano, il quale ha l’obiettivo di reinserire i detenuti della casa Circondariale Lorusso Cotugno di Torino).

CAPITOLO II - Impact Investing ed ESG: criteri di applicazione

Come sono nati l'impact investing e i fattori ESG? Quali sono i loro campi di applicazione? In questo capitolo sarà possibile approfondire come sono nati l'impact investing e i fattori ESG. Nello specifico, per quanto riguarda l'impact investing sarà possibile valutare l'inquadramento internazionale e nazionale, valutando soprattutto per quest'ultimo le strategie applicative nel mercato italiano. Per quanto riguarda gli indicatori ESG, invece, oltre a come sono determinati e come sono impiegati, sarà possibile approfondire le strategie applicate a secondo dell'area geografica di applicazione e le tipologie di investimento responsabile. Infine, sarà esaminato nell'ultimo capitolo, il rischio di greenwashing e altri ostacoli che impediscono la corretta applicazione dell'impact investing e dei fattori ESG.

Sommario: 2.1. Che cos'è l'impact investing – 2.1.1. Inquadramento generale – 2.1.2. Prospettiva internazionale – 2.1.3. Il mercato italiano – 2.2. ESG: processi e criteri di applicazione – 2.2.1. le strategie – 2.2.2. Le tipologie di investimenti socialmente responsabili (SRI) – 2.3. il rischio di greenwashing e altri ostacoli

2.1. Che cos'è l'impact investing

2.1.1. Inquadramento generale

L'**impact investing** ha avuto origine attraverso i movimenti che hanno avuto luogo negli anni '90³¹, in particolare nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Australia. Sebbene abbia caratteristiche diverse, è stato utilizzato per promuovere il cambiamento sociale e ambientale, per lo sviluppo e la crescita di nuove esigenze per le nuove generazioni.

Tuttavia, l'interesse per questa forma di investimento si è rafforzato all'interno del sistema finanziario occidentale, considerato un sistema economico evoluto (o "tradizionale"), in quanto stava subendo la crisi del 2007-2009. Le istituzioni finanziarie tradizionali avevano perso credibilità. Secondo molti accademici e operatori di mercato, la soluzione per garantire una ripresa economica complessiva avrebbe potuto essere legata a una riconciliazione con i principi etici. Nonostante il periodo di crisi intercorso negli anni Novanta, l'idea che abbiamo oggi dell'impact investing si è affermata proprio in quel periodo, fornendo una prima definizione di questa forma di investimento. Il termine "**impact investing**" è stato inventato

³¹ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC)

nel 2007 al Rockefeller Foundation Center sul Lago di Como³², durante la crisi economica e finanziaria, per **descrivere investimenti** che perseguono **due obiettivi: generare ritorni economici e avere un impatto sociale e ambientale**. Un fenomeno che, secondo il Monitor Institute, esisteva già da molti anni, ma che poteva essere descritto come una “piccola fetta di mercato, non regolamentata e priva di una leva sufficiente”³³.

Da allora, il mercato degli impact investing si è sviluppato enormemente ed è diventato un fenomeno mondiale, poiché si tratta di strategie sostenibili in più rapida crescita. Inoltre, ha subito acquisito grande rilevanza sia per il dibattito accademico sia per gli attori del mercato (praticanti o practitioner)³⁴.

Questa mancanza di chiarezza definitoria, concettuale e terminologica (dal momento che è tipica anche di domini di ricerca affini e nascenti come l'imprenditorialità sociale) è comunque problematica³⁵.

In assenza di chiarezza definitoria, è difficile che un concetto acquisti legittimità. L'impact investing è quindi un fenomeno che assume **forme molto diverse** in termini sia di investitori e regioni, sia di mercati che di rendimenti, per cui non è semplice trovare una definizione o una terminologia univoca.

La **teoria predominante** sull'impact investing è quella della **Teoria intenzionalista**, la quale è stata definita dal GIIN³⁶. L'organizzazione ha definito l'impact investing come *“investimenti effettuati con l'intento di generare un impatto sociale e ambientale positivo e misurabile insieme a un rendimento finanziario. Gli impact investing possono essere effettuati sia nei mercati emergenti che in quelli sviluppati e mirano a una gamma di rendimenti che va da un tasso inferiore a quello di mercato, a seconda degli obiettivi strategici degli investitori”*³⁷.

Attraverso questa teoria si rappresentano alcune caratteristiche fondamentali³⁸:

- **Intenzionalità**: L'**impatto positivo**, dal punto di vista sociale e ambientale, deve essere l'**obiettivo principale** di queste tipologie di investimenti;

³² BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC)

³³ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC)

³⁴ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC)

³⁵ HOCHSTADTER, A.K., e SCHECK, B., 2014. What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners. Journal of Business Ethics

³⁶ Il Global Impact Investing Network (GIIN) è la principale organizzazione mondiale sull'impact investing, la quale si dedica ad aumentarne la portata e l'efficacia dell'impact investing in tutto il mondo.

³⁷ <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

³⁸ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC), p.20 e s.

- Rendimento finanziario atteso: Si differenzia a seconda della **tipologia di investitori** e dalla **tipologia di obiettivi**. Deve essere **previsto**, però almeno **la restituzione del capitale** investito. Differente quindi dalla beneficenza, per la quale non sussiste la pretesa di restituzione del capitale;
- Eterogeneità dei rendimenti: Sono previste **diverse tipologie di investimento**. Possono riguardare ad esempio liquidità o strumenti di venture capital, possono seguire l'andamento del mercato oppure essere inferiori;
- Misurabilità: Attraverso gli obiettivi e i metodi utilizzati, gli investitori **devono essere in grado di misurare l'impatto** sociale e ambientale creato. Deve essere svolta una rendicontazione nella quale si analizzano gli indicatori scelti.

L'elemento più importante di questa teoria è l'intenzionalità dell'investitore, ovvero deve essere proattivo nella ricerca di metodologie efficaci per l'impatto ambientale e sociale positivo. Pertanto, a seconda della loro intenzionalità è possibile distinguere quattro **tipologie di investitori**³⁹:

- Finance-only: L'unico scopo di questi investitori è quello di ottimizzare i rendimenti finanziari.
- Finance-first: L'obiettivo degli investitori è sia di ottimizzare i propri rendimenti finanziari e sia generare un impatto sociale e ambientale positivo.
- Impact-first: In questo caso gli investitori cercano di avere un impatto sociale/ambientale positivo, rimanendo interessati anche ai loro rendimenti finanziari.
- Impact-only: Siamo nel caso della filantropia. Gli investitori mirano esclusivamente ad avere un impatto sociale e ambientale positivo.

I **principali attori** dell'ecosistema dell'impact investing sono, dal **lato dell'offerta**, gli investitori, mentre dal **lato della domanda**, i **cercatori di investimenti** (imprese sociali, gli intermediari finanziari, le organizzazioni di supporto e i governi).

Dal lato dell'offerta, diversi attori hanno lavorato per alimentare il flusso di fondi verso le imprese sociali che hanno bisogno di finanziamenti per svilupparsi e crescere. Le aspettative degli investitori per il ritorno finanziario e per il ritorno d'impatto possono essere diverse e, in base ai loro obiettivi, si distinguono, principalmente, in investitori "Finance-first" o "Impact-first"⁴⁰. Gli investitori "Finance-first", di solito, a causa dei loro doveri fiduciari, mirano a

³⁹ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC), p.22

⁴⁰ BURZE, Y., 2021. Impact investing: A review of the current state and opportunities for development. Istanbul Business Research

generare tassi di rendimento di mercato da investimenti con un impatto sociale o ambientale. Questi investitori sono principalmente le banche, le istituzioni finanziarie per lo sviluppo, i fondi pensione e i fondi patrimoniali. Gli investitori "Impact-first" intendono massimizzare i rendimenti ambientali o sociali con un rendimento finanziario minimo obbligatorio. Molte fondazioni e family office preferiscono essere investitori "Impact-first"⁴¹. Se il rendimento dell'impatto è sufficiente, questi investitori si accontentano di rendimenti finanziari inferiori al mercato. Gli investimenti "Impact-first" sono investimenti con preferenze diverse in termini di rendimento, impatto e rischio, e possono co-investire in strutture ibride⁴². Tali strutture ibride possono attrarre capitali orientati al profitto verso gli impact investing e aumentare la disponibilità di fondi per gli imprenditori sociali. La **diversità** degli investitori è una **caratteristica importante** degli ecosistemi di impact investing, poiché significa che gli interessi di investimento copriranno una serie più ampia di temi d'impatto (ad esempio focus geografici, modelli di business, fasi del ciclo di vita e rendimenti). Negli ecosistemi di impact investing più diversificati, la probabilità che l'incontro tra un finanziatore e un ricercatore di fondi si traduca in operazioni concluse è maggiore.

Oltre agli investitori individuali, alle aziende e ai governi, i principali attori sul lato dell'offerta sono i seguenti:

- Investitori istituzionali: Gli investitori istituzionali sono entrati nel mercato dell'impact investing nel 2014. Alcuni dei maggiori fondi di investimento al mondo, come Blackrock, hanno iniziato a offrire fondi di investimento sostenibile. Anche i principali fondi pensione hanno iniziato ad effettuare investimenti ad impatto e, se il loro numero aumenterà, potranno essere una fonte critica di capitale per le imprese sociali. Per esempio, il più grande fondo di investimento pensionistico del mondo appartiene al governo giapponese e ha investito 8,9 miliardi di dollari in imprese con forti pratiche ESG⁴³. A causa dei doveri fiduciari, questi investitori tradizionali cercano il tasso di rendimento minimo di mercato per i loro investimenti. Oltre agli investitori istituzionali, anche gli *angel investors*⁴⁴ e gli investitori professionali forniscono capitali e competenze aziendali.

⁴¹ BURZE, Y., 2021. Impact investing: A review of the current state and opportunities for development. Istanbul Business Research

⁴² BURZE, Y., 2021. Impact investing: A review of the current state and opportunities for development. Istanbul Business Research

⁴³ BURZE, Y., 2021. Impact investing: A review of the current state and opportunities for development. Istanbul Business Research

⁴⁴ Gli angel investors (o business angels) sono persone facoltose, di solito con esperienza nel mondo degli affari, che forniscono assistenza finanziaria a piccole start-up e imprenditori in cambio di una quota del capitale. Il finanziamento è solitamente un contributo a tantum per aiutare l'azienda a decollare e può essere fornito da un

- Istituzioni finanziarie per lo sviluppo (o Development Finance Institutions, DFIs): Le DFI sono banche di sviluppo o filiali costituite nei Paesi in via di sviluppo economico per sostenere il progresso del settore privato. Di solito sono di proprietà dei governi nazionali e sono finanziate principalmente da fondi di sviluppo nazionali/internazionali. Secondo l'OCSE⁴⁵, ciò consente loro di raccogliere grandi somme di denaro dai mercati internazionali dei capitali e di offrire finanziamenti competitivi. Si tratta di una fonte di finanziamento fondamentale per le imprese sociali. Ad esempio, le DFI europee gestiscono insieme un portafoglio di investimenti orientati all'impatto per un totale di circa 50 miliardi di dollari nei mercati in via di sviluppo e di frontiera. Le DFI in Europa sono alla guida di finanziamenti responsabili per consentire lo sviluppo sostenibile. Hanno una profonda esperienza negli investimenti d'impatto e sono da tempo impegnate a misurare efficacemente l'impatto per gli SDG (Sustainable Development Goals).
- Organizzazioni non governative (ONG): Le ONG si sono affidate principalmente a donazioni e sovvenzioni. Le tendenze dei mercati dei capitali hanno cambiato anche le fonti di finanziamento delle ONG e il modo in cui progettano gli interventi. Molti donatori si aspettano che i loro contributi finanziari vengano utilizzati in modo strategico per risolvere le cause alla radice delle sfide della società. Questa è una differenza fondamentale tra beneficenza e filantropia. La ragione principale per cui molte ONG hanno creato o stanno cercando di creare i loro fondi di investimento d'impatto è quella di aumentare il loro accesso a questi finanziamenti privati.
- Investitori filantropici: Le fondazioni sono uno degli attori critici che guidano lo sviluppo del mercato fornendo capitali, sostenendo lo sviluppo di capacità per aumentare il flusso di transazioni, condividendo le migliori pratiche e riducendo i costi di transazione. Diversi trust caritatevoli, fondazioni e uffici familiari stanno effettuando investimenti a impatto in linea con le loro missioni, e questo li aiuta ad aumentare le loro dotazioni. I family office e gli individui facoltosi sono stati i più attivi tra gli investitori d'impatto grazie al loro alto livello di autonomia e flessibilità nelle decisioni di investimento. La Fondazione Ford⁴⁶ ha accantonato un miliardo di dollari dalla sua dotazione per ottenere benefici sociali e ambientali, oltre ai ritorni finanziari. Le fondazioni hanno anche partecipato a operazioni di

singolo investitore o da un consorzio in cui l'investitore svolge un ruolo di primo piano. | Fonte: www.agicap.com/it/articolo/business-angel/ [Data di consultazione: 02/05/23]

⁴⁵ BURZE, Y., 2021. Impact investing: A review of the current state and opportunities for development. Istanbul Business Research

⁴⁶ BURZE, Y., 2021. Impact investing: A review of the current state and opportunities for development. Istanbul Business Research, p.183

"blended finance" e fornito capitale catalitico. La definizione dell'OCSE di "**blended finance**" prevede l'utilizzo strategico degli strumenti di finanza per lo sviluppo per mitigare il rischio e mobilitare ulteriori capitali a favore dello sviluppo sostenibile nei Paesi in via di sviluppo economico. Lo scopo della finanza mista è quello di sostenere progetti ad alto impatto che inizialmente non possono attrarre finanziamenti del settore privato, ma che hanno un elevato potenziale di successo. Un approccio consiste nel mescolare "finanziamenti agevolati" e "finanziamenti tradizionali". I **finanziamenti agevolati** offrono condizioni più favorevoli rispetto ai **finanziamenti tradizionali**, ad esempio tassi di interesse inferiori a quelli di mercato o periodi di grazia più lunghi.

La **domanda** di impact investing proviene principalmente da imprese, cooperative e organizzazioni non profit orientate all'impatto che genera il reddito, e queste entità sono definite "imprese sociali". Queste entità possono avere forme giuridiche diverse, ma hanno una cosa in comune: **cercano di ottenere sia un impatto sociale che un ritorno finanziario**. Anche gli enti di beneficenza trovano nell'impact investing un'opzione di finanziamento vantaggiosa e considerano la creazione di un'impresa sociale nei loro piani di espansione. L'impact investing è diventato una fonte importante di finanziamento, soprattutto per gli innovatori sociali che mirano a risolvere problemi ambientali o sociali critici e hanno difficoltà ad accedere ai mercati dei capitali tradizionali.

Oltre alla domanda e all'offerta di capitale, il panorama degli impact investing comprende anche governi, intermediari finanziari, organizzazioni di supporto e fornitori di servizi professionali che hanno un ruolo significativo nella costruzione del mercato.

Secondo l'European Venture Philanthropy Association, collegata alla teoria dell'intenzionalità esistono due tipologie di **approcci strategici**⁴⁷:

- Investing for impact: Gli investitori applicano l'approccio **personalizzando** la loro **offerta** finanziaria, fornendo un **supporto non finanziario** e misurando e gestendo l'impatto sociale. Questi investitori prendono come **punto di partenza le esigenze dell'organizzazione a scopo sociale (SPO)** e studiano gli strumenti finanziari più adatti a sostenerle. Sono disposti ad assumersi rischi che nessun altro può o è disposto ad assumersi.

⁴⁷ Gianoncelli, A. and Picón Martínez A., (2020) "The Investing for Impact Toolkit". EVPA

- Investing with impact: Gli investitori in questo caso, invece, hanno bisogno di **garantire un certo ritorno finanziario** sul loro investimento, oltre all'impatto positivo che intendono generare. Assumono un **livello di rischio limitato**, spesso investono in modelli di business che hanno risultati finanziari e d'impatto accertati.

Una teoria in opposizione a quella intenzionalista è la **teoria dell'addizionalità**⁴⁸, la quale prevede, oltre a creare impatto ambientale e sociale positivo, quello di **innovare**. L'innovazione in questo caso deve essere sconvolgente, ovvero modificare la società offrendo beni e servizi che risultano essere più efficaci ed efficienti di quelli esistenti. In questo caso gli investitori sono mission-first, ovvero sono orientati prevalentemente nella loro missione, oltre che al rendimento finanziario e all'impatto positivo.

La teoria intenzionalista stabilisce, quindi, come influisce la motivazione degli impact investors nell'ambito sociale ed ambientale. A differenza della filantropia, gli investitori mirano ad un rendimento finanziario tradizionale. La teoria addizionale, invece, valuta invece l'impatto delle loro azioni e come queste influenzano il cambiamento, valutando anche cosa sarebbe successo in caso le loro azioni non fossero state messe in atto.

2.1.2. Prospettiva internazionale

Come anticipato nel capitolo precedente l'impact investing si è sviluppato primariamente nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Australia, assumendo caratteristiche differenti. Di seguito sarà possibile approfondire le diverse evoluzioni⁴⁹.

A partire dagli anni Novanta, negli Stati Uniti, emerge un nuovo approccio all'investimento, l'impact investing, il quale deriva dalla revisione delle fondazioni umanitarie americane nelle forme dei loro interventi⁵⁰. Le fondazioni miravano alla gestione degli investimenti in linea con la loro missione. In particolare, la visione degli investimenti mission-related ha portato ad una ricollocazione strategica degli investitori, i quali hanno modificato la loro posizione da impact-only ad una posizione più impact-first⁵¹. Questo cambiamento ha diminuito il grande

⁴⁸ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali - Yunus Social Business Center (YSBC), p.24

⁴⁹ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali - Yunus Social Business Center (YSBC), p.46

⁵⁰ Le principali fondazioni che hanno contribuito a questo cambiamento sono: Rockfeller Foundation, Ford Foundation, MacArthur Foundation, Heron Foundation e Sorenson Impact Foundation. | BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali - Yunus Social Business Center (YSBC)

⁵¹ Si veda capitolo precedente per le definizioni.

divario che inizialmente esisteva tra i mercati sociali e il capitale finanziario e ha portato a una serie di dubbi e critiche sull'adeguatezza del processo di investimento di alcune fondazioni statunitensi che, secondo molti, investivano o donavano solo una piccola parte del loro capitale conformemente alla loro missione.

Il processo di trasformazione della fondazione è stato accelerato dalla crisi economica e finanziaria che ha colpito in modo significativo gli Stati Uniti negli anni 2000, facendo emergere nuove esigenze da parte di un pubblico più ampio nel settore sociale.

Sempre a partire dagli anni Novanta, in Australia, invece, il fenomeno ha avuto origine per diverse esigenze rispetto a quelle degli Stati Uniti. L'Australia vanta da sempre un approccio positivo delle industrie nei confronti dell'ambiente e della società⁵², pertanto l'introduzione dell'impact investing nel mercato australiano, nasce dall'esigenza di regolamentare il mercato dei fondi pensione e delle fondazioni umanitarie, per cercare di dare delle direttive su come investire la spesa pubblica e gli investimenti nell'ambito delle imprese socialmente attive. A tal proposito, un gruppo di investitori e accademici crearono una collaborazione attraverso "l'Australian Sustainable Finance Initiative" (ASFI) per cercare di istituire delle linee guida. Nacque così la "Sustainable Finance Roadmap", per cercare di guidare gli investitori australiani ad un mercato più sostenibile⁵³.

Nel Regno Unito, a differenze degli altri due casi, lo sviluppo dell'impact investing ha avuto origini puramente istituzionali ed è stato intrinsecamente legato alle politiche sulla "Big society"⁵⁴ di David Cameron, primo ministro britannico nel 2010. Queste politiche hanno portato alla creazione di un'istituzione finanziaria di puro impatto e prevedevano un forte cambiamento culturale in cui la società civile, le comunità e le persone iniziavano a svolgere un ruolo proattivo nella risoluzione dei problemi sociali, nella loro vita quotidiana e nei loro quartieri, invece di lasciare questo compito allo Stato. L'obiettivo è quello di creare una "**Big Society**" (o "Grande Società"), in opposizione all'idea di un "Big State" o di un "Big

⁵² Ad esempio: numerose realtà aziendali a supporto delle comunità locali o in generale, di realtà a supporto del business delle comunità indigene; ricca e storica presenza di cooperative (community enterprise); sviluppo di fondi pensione (super annuation); presenza importante del settore pubblico e del governo a supporto della comunità. BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC)

⁵³ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC)

⁵⁴ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC), p.48

Government", in modo da acquisire nel tempo un ruolo chiave nella creazione di un complesso ecosistema attorno alle organizzazioni del terzo settore.

Per far sì che questo progetto prendesse vita, nel 2012 nacque la “**Big Society Capital**”, una banca finanziata sia da fondi pubblici e sia da fondi privati, in modo tale da inseguire comunque l’obiettivo di impact investing. Queste fonti di finanziamento si distinguono in:

- Investimenti da parte delle quattro banche più grandi nel Regno Unito⁵⁵;
- Investimenti provenienti da conti dormienti di aziende e banche⁵⁶.

Per quanto riguarda gli investitori, l'obiettivo principale è quello delle imprese sociali, le quali strutture giuridiche influenzano il tipo di finanziamento a cui possono accedere. Le strutture giuridiche sono fondamentali per ottenere benefici fiscali e tipi di finanziamento per le imprese sociali. In tutto il mondo sono state create diverse strutture giuridiche per le imprese sociali. Il Regno Unito ha istituito la Community Interest Company (CIC) nel 2004⁵⁷. La CIC è una società costituita a scopo di utilità sociale o comunitaria e, anche se i dividendi possono essere distribuiti in misura limitata agli investitori, le eccedenze vengono principalmente reinvestite nell'impresa. Gli Stati Uniti hanno introdotto la "**low profit limited liability company**", una forma d'impresa ibrida che combina una missione orientata al sociale con un'entità commerciale a scopo di lucro. Dal 2006, inoltre, il B-Lab certifica come "**B-Corp**"⁵⁸ una società che ha la duplice missione di creare un impatto sociale o ambientale e di realizzare profitti. Un'altra forma di società commerciale è la "**benefit corporation**", che presenta tre caratteristiche distintive⁵⁹:

- Ha l'obiettivo aziendale di creare un impatto positivo sostanziale sull'ambiente e sulla società;
- I manager devono prendere in considerazione gli interessi degli stakeholder oltre a quelli finanziari degli azionisti;

⁵⁵ HSBC, Royal Bank of Scotland, Lloyds Banking Group e Barclays. | BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali - Yunus Social Business Center (YSBC)

⁵⁶ Si parla di conti dormienti quando si intendono i depositi di denaro e i depositi di strumenti finanziari tenuti in custodia, che non sono stati manipolati o trasferiti su iniziativa del titolare interessato o di un terzo da lui autorizzato, per un periodo di 10 anni dalla data in cui il denaro o lo strumento finanziario in questione è stato reso liberamente disponibile. | Definizione disponibile su: www.unicredit.it/it/info/rapporti-dormienti [Data consultazione: 01/05/2023]

⁵⁷ BURZE, Y., 2021. Impact investing: A review of the current state and opportunities for development. Istanbul Business Research, p.181

⁵⁸ BURZE, Y., 2021. Impact investing: A review of the current state and opportunities for development. Istanbul Business Research

⁵⁹ BURZE, Y., 2021. Impact investing: A review of the current state and opportunities for development. Istanbul Business Research

- La rendicontazione della performance ambientale e sociale, utilizzando standard indipendenti di terze parti, trasparenti, completi e credibili, richiesti ogni anno.

A livello internazionale, oltre agli sviluppi nei Paesi sopra esaminati, si sta progressivamente affermando uno "stile continentale" di impact investing, fortemente legato alle caratteristiche dei Paesi dell'Europa continentale con una lunga e rilevante tradizione di imprenditorialità sociale (in primis Germania e Francia)⁶⁰. Questi Paesi hanno vissuto un importante fenomeno di emancipazione sociale alla fine degli anni '90 e, a differenza dei Paesi anglosassoni, sono Paesi in cui il settore pubblico svolge un ruolo di primo piano nella fornitura di beni e servizi in alcuni settori come la sanità, l'istruzione e l'edilizia sociale. In questo contesto, gli investimenti d'impatto derivano principalmente da **forme di cooperazione tra il settore pubblico e quello privato**. Infatti, se si considera la mappatura dei Paesi OCSE che hanno adottato iniziative di impatto sociale come parte delle loro strategie di cooperazione allo sviluppo, Francia e Germania sono tra i più attivi, con fondi strutturati incaricati di mobilitare capitali privati per investimenti in imprese sociali, la cooperazione tecnica bilaterale stabilisce un duplice approccio di aiuto alle imprese sociali per muoversi verso politiche economiche più inclusive.

In Francia, la nascita del mercato dell'impact investing è attribuita allo sviluppo dell'**economia sociale solidale** (ESS)⁶¹. Le ESS sono una varietà di organizzazioni che offrono beni e servizi diversi in settori diversi, ma guidati dal principio comune che il loro **obiettivo principale è il benessere della comunità**, al di là di qualsiasi guadagno finanziario specifico. Pertanto, il fenomeno non ha origini istituzionali e si è sviluppato da un approccio dal basso verso l'alto, cioè da un nuovo bisogno. La Francia, inoltre, ha introdotto la prima legge 90/10 nel 2001⁶² e ha obbligato le aziende a offrire ai propri dipendenti un piano di risparmio socialmente responsabile. Le aziende possono investire volontariamente tra il 5 e il 10% dei loro risparmi in organizzazioni e attività con un "marchio di solidarietà". Nel 2008, la Francia ha reso obbligatori questi investimenti e questi risparmi rappresentano una fonte considerevole di capitale come investimenti diretti alle imprese sociali o attraverso i Fondi di

⁶⁰ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali - Yunus Social Business Center (YSBC), p.51

⁶¹ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali - Yunus Social Business Center (YSBC), p.42

⁶² BURZE, Y., 2021. Impact investing: A review of the current state and opportunities for development. Istanbul Business Research, p.181

solidarietà. La **Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI)** è un altro modo in cui le imprese possono contribuire allo sviluppo sostenibile.

Inoltre, come in Germania, la principale fonte di finanziamento per lo sviluppo del settore dell'impact investing è rappresentata dai **programmi dell'UE**, in particolare quelli promossi per l'occupazione e il contributo sociale per il periodo 2014-2020 per l'occupazione e l'innovazione sociale (EaSI) e quelli promossi dalla Banca europea per gli investimenti (BEI) a partire dal 2018 (ad esempio il Fondo europeo per gli investimenti strategici (EFSI)).

Nei Paesi in via di sviluppo, l'approccio e la nascita della finanza d'impatto sono stati completamente differenti. L'impact investing in questo caso porta al finanziamento di imprese che forniscono prodotti e servizi che soddisfano le **esigenze della popolazione più bisognosa**, cioè di coloro che vivono al di sotto della soglia minima di povertà, e garantiscono l'accesso a servizi di base come l'acqua, la salute, l'istruzione primaria e secondaria. Si tratta di un aspetto ben diverso dalle origini e dalle caratteristiche del fenomeno dell'investimento degli altri Paesi più industrializzati e avanzati, di cui abbiamo parlato precedentemente.

Possiamo affermare, dunque, che la manifestazione dell'**impact investing è strettamente legata al Paese e dal contesto in cui si sviluppa**. Il contesto determina le principali caratteristiche del mercato, le tipologie di investitori d'impatto, gli strumenti finanziari di successo, le aree di impatto più rilevanti e gli ostacoli incontrati in queste forme di finanziamento. Per questo motivo, anche se l'interesse per l'impact investing sembra essere globale, è necessario analizzare le specificità di ogni mercato per vedere se ci sono elementi comuni, come ad esempio gli strumenti finanziari e intermediari comuni che operano anche in mercati diversi, e alcuni elementi del fenomeno sono intrinsecamente legati alle caratteristiche specifiche di ciascun Paese.

2.1.3. Il mercato italiano

L'impact investing in Italia è stato definito, dal JRC - Science for Policy Reports, "Social impact investment in the EU"⁶³, un interessante caso di studio europeo sullo sviluppo di questo mercato. Questo mercato ha un grande potenziale, ma è ancora lontano dall'essere

⁶³ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC)

pienamente evoluto. Non sono ancora emerse tutte le caratteristiche tipiche di questo fenomeno, poiché deve affrontare alcune barriere all'entrata.

In Italia non si è ancora verificato un decollo decisivo del settore, nonostante siano presenti tutti gli elementi di base dell'ecosistema, come l'ampia presenza e lo sviluppo del terzo settore, l'offerta di capitali e gli intermediari come le fondazioni bancarie. Gli ostacoli agli investimenti nel contesto italiano riguardano lo **squilibrio tra rischio e rendimento** dei prodotti di investimento finanziario e la **manca di educazione finanziaria** nelle organizzazioni orientate alla creazione di impatto⁶⁴.

Il **Terzo settore** in Italia ha un ruolo fondamentale⁶⁵, poiché ha il potenziale per aumentare significativamente la domanda di finanziamenti nel mercato degli impact investing. Allo stesso tempo però ostacola anche lo sviluppo dell'impact investment a favore di strumenti finanziari più tradizionali, ovvero la cosiddetta finanza sociale.

L'investimento sociale in Italia ha seguito un approccio di sviluppo dal basso verso l'alto (o **metodo bottom up**), cioè è emerso principalmente da iniziative private e da una serie di attori di mercato che fanno parte dell'economia sociale, come cooperative e imprese sociali, e, più recentemente, anche da una serie di organizzazioni ibride come gruppi di interesse e fondazioni bancarie. L'importante ruolo dello Stato nella fornitura di servizi in alcuni settori, come l'istruzione e la sanità, non ha coinciso con lo sviluppo o lo stimolo dei mercati della finanza d'impatto. Infatti, a differenza dell'esperienza britannica, l'impact investment italiano non è emerso da un programma istituzionale del governo, ma attraverso un **percorso non necessariamente predefinito** che ha fatto da apripista alla diffusione iniziale della finanza sociale.

Per questo motivo, è importante approfondire le **caratteristiche principali** che hanno fatto sì che il fenomeno dell'impact investing si sviluppasse in Italia.

Il mercato finanziario italiano è basato sulle banche⁶⁶: le banche commerciali, cooperative e di massa sono le più presenti e gestiscono oltre il 70%⁶⁷ del totale delle attività condotte nel settore finanziario italiano, osservando una presenza minore degli intermediari non bancari

⁶⁴ Global Steering Group for driving real impact (Novembre 2019).

⁶⁵ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali - Yunus Social Business Center (YSBC), p.86

⁶⁶ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali - Yunus Social Business Center (YSBC)

⁶⁷ Taboga M., Working paper (2019), Cross-country differences in the size of venture capital financing rounds: a machine learning approach. Banca d'Italia

(come ad esempio il venture capital o il private debt)⁶⁸. Nonostante questo aspetto, è bene tenere presente che gli intermediari non bancari hanno comunque un ruolo importante nel mercato finanziario, ovvero rendono disponibili alcuni servizi per le imprese, come ad esempio riducono i costi di transazione e offrono prodotti diversificati nel rendimento e nel rischio.

Oltre a questa caratteristica sulla presenza delle banche nel mercato finanziario italiano, è possibile identificare gli attori principali, sia dal lato della domanda e sia dal lato dell'offerta.

Dal punto di vista della **domanda**, non essendoci definizioni specifiche di come deve essere l'impact investing (non solo a livello nazionale, ma anche europeo), non esistono vincoli precisi sulla forma giuridica o sulle caratteristiche di governance che una destinazione di investimento dovrebbe avere. Di conseguenza, all'interno del mercato, possiamo trovare diverse forme di destinazioni d'investimento in grado di produrre impatto sociale e ambientale, e non è quindi facile identificare con precisione la domanda di fondi. La stessa difficoltà si presenta dunque nell'identificazione degli attori che compongono la domanda di fondi nei mercati degli investimenti d'impatto⁶⁹.

In Italia è **forte la presenza del Terzo settore**, il quale rappresenta potenzialmente il principale investitore di fondi nella finanza sostenibile nazionale. Negli ultimi anni però, molti impact investor italiani hanno investito in imprese for profit (forme giuridiche di società per azioni e società a responsabilità limitata), oppure in **società “ibride”**, come le società benefit (elemento tipico del mercato italiano)⁷⁰. Nella ricerca “Tiresia Impact Outlook 2019” (condotta dall'omonima società ricercatrice)⁷¹, è stato rivelato che la domanda di capitale è per il 75% riferita alle società “profit with purpose”⁷², per il 2% in Società Benefit e per il 23% in organizzazioni del Terzo Settore. Le uniche organizzazioni non profit che caratterizzano la

⁶⁸ L'aspetto di una minore incidenza degli intermediari non bancari è una caratteristica tipica dei Paesi europei, a differenze di quelli oltre oceano o la Cina. | BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC)

⁶⁹ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center, p. 88

⁷⁰ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center, p. 89

⁷¹ Tiresia impact outlook 2019, definizione disponibile su: www.som.polimi.it/tiresia-impact-outlook-2019/ [Consultazione sito: 10/05/23]

⁷² Ovvero: società che fanno parte del più ampio gruppo delle “organizzazioni a impatto”, secondo la definizione della Social Impact Investment Taskforce, esse sono affiancate da un lato dalle organizzazioni non profit e dalle imprese e solidali, e dall'altro dalle "imprese in cerca di impatto" che si prefiggono obiettivi significativi, ma senza un piano d'azione specifico. | BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center

domanda di capitale d'investimento d'impatto in Italia sono le società e le cooperative ad impatto sociale.

Considerando le esigenze di capitale delle organizzazioni non profit nel mercato dell'impact investment, ad oggi le cooperative sociali rappresentano il modello di impresa sociale più diffuso in Italia, riuscendo a coniugare con successo due dimensioni, economica e sociale, nelle loro forme statutarie e organizzative.

Una delle caratteristiche principali del mercato italiano dell'impact investment⁷³, rispetto agli altri Paesi Europei, è l'assoluta limitazione della politica di condivisione degli utili e della distribuzione del mercato dell'imprenditoria sociale. Questa limitazione fa sì che queste organizzazioni non siano attraenti per gli investitori d'impatto, che incontrano un'enorme complessità nelle strategie di uscita quando impiegano il capitale di rischio.

Per quanto riguarda gli altri attori che rappresentano il fabbisogno di capitale dal lato della domanda, può essere importante considerare che l'Italia è il primo Paese in Europa ad aver introdotto nel proprio ordinamento giuridico le **“società benefit”** attraverso la Legge di stabilità 2016 (Legge 28 dicembre 2015, n. 208, articolo 1, commi 376-384)⁷⁴. Non si tratta di un nuovo tipo di impresa, bensì di una qualifica o di un certificato che ogni tipo di società può ottenere nel rispetto delle relative norme. Un elemento importante di questo tipo ibrido di società è la dualità dello scopo, ovvero scopi finanziari e di interesse comunitario, non solo di fatto ma anche, in alcuni casi, in conformità a speciali disposizioni di legge. Le società benefit realizzano un bilanciamento tra gli interessi degli azionisti (distribuzione degli utili) e gli interessi dei destinatari delle attività aziendali.

Dal punto di vista dell'**offerta** invece, esiste una caratteristica tipicamente italiana: l'**esistenza di fondazioni bancarie come parte del mercato dell'impact investment**, le quali svolgono un ruolo importante nello sviluppo di questo mercato⁷⁵. Le fondazioni bancarie sono "organizzazioni private, autonome e senza scopo di lucro che perseguono esclusivamente finalità di utilità sociale e di sviluppo economico". Queste fondazioni sono state create negli anni '90 dalla cosiddetta Legge Amato (n. 218 del 30 luglio 1990)⁷⁶, che ha portato alla

⁷³ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center

⁷⁴⁷⁴ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center

⁷⁵ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center

⁷⁶ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center, p.95

privatizzazione delle Casse di Risparmio e delle Banche del Monte, e sono concentrate in Italia, soprattutto al Nord. Le fondazioni bancarie dispongono di ingenti patrimoni che investono in attività diversificate, prudenti e fruttuose, sostenendo attività di interesse collettivo nei settori della ricerca scientifica, dell'istruzione, dell'arte, della salute, della cultura, della conservazione e valorizzazione dei beni ambientali e paesaggistici e del sostegno alle fasce deboli della società.

Le particolarità del mercato italiano dell'impact investment non sono solo legate alle caratteristiche generali del mercato finanziario, caratterizzato da un sistema bancocentrico, in cui il venture capital e le altre forme di investimento sono meno sviluppate, ma anche alla rilevanza del terzo settore e alla sua dimensione, in relazione quindi al tortuoso e lento processo di sviluppo, iniziato con la diffusione della finanza sociale.

Dalla diffusione del terzo settore, l'emergere di una realtà più vicina al mondo dell'imprenditoria sociale nel sistema bancario e la presenza specifica in Italia di fondazioni bancarie dalla natura non profit, dovrebbero preannunciare una rapida evoluzione della finanza dell'impact investing nel mercato italiano. Questo però non è mai successo. Le cause di questo mancato sviluppo automatico possono essere ricercate anche nel ruolo centrale del settore pubblico nella fornitura di servizi in alcuni settori, come l'istruzione e la sanità, che si sono ridotti nel tempo, lasciando spazio sufficiente per la crescita degli enti del terzo settore e quindi della finanza sociale finanziata dal settore pubblico. La dipendenza tra il terzo settore e i programmi pubblici non si è trasformata in una cooperazione a livello di obiettivi e pianificazione dei servizi, ma semplicemente in una relazione contrattuale tra il cliente (lo Stato) e il fornitore di servizi (l'economia sociale)⁷⁷.

In questa fase critica, lo sviluppo dell'impact investing in Italia, è diventato una fonte di finanziamento per la modernizzazione del vecchio settore della finanza sociale. Durante la crisi finanziaria, l'approccio bottom-up allo sviluppo dell'impact investing, è stato accompagnato da alcune iniziative istituzionali e l'interesse della Fondazione bancaria per lo sviluppo di un nuovo ecosistema per il social impact investing, a partire dalla Fondazione Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde (Cariplo), la quale è stata accompagnata da un crescente interesse.

⁷⁷ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center

Osserviamo ora quali sono gli **strumenti finanziari propri del mercato** dell'impact investing **italiano**⁷⁸:

- **Microcredito**: Strumento di debito che assume la forma di un prestito di importo limitato con obbligo di rimborso non garantito in relazione a servizi di mentoring e coaching. I prestiti sono concessi a persone svantaggiate ed economicamente in difficoltà per finanziare microimprese, creazione di posti di lavoro, assistenza sociale, apprendimento, ecc. Il funzionamento del microcredito richiede la fornitura di almeno uno dei servizi supplementari di supporto e monitoraggio elencati nel regolamento durante la fase di preparazione e il periodo di rimborso.
- **Social bond**: Obbligazioni che vengono utilizzate per finanziare progetti a impatto sociale, sono tipicamente impiegate in settori quali l'accesso ai servizi sanitari e abitativi, l'inclusione finanziaria, la sicurezza alimentare e l'occupazione.
- **Green bond**: Obbligazioni legate al finanziamento di progetti con un impatto ambientale positivo, con l'obiettivo di aumentare la disponibilità di capitali necessari per la transizione verso un'economia più sostenibile e di ridurre il costo del debito per i progetti con un impatto ambientale positivo. I progetti vengono emessi nei settori dell'energia rinnovabile, della gestione sostenibile dei rifiuti e dell'acqua, della tutela della biodiversità e dell'efficienza energetica. Nel 2014, l'International Capital Markets Association (ICMA) ha definito i Green Bond Principles (GBP), che definiscono una serie di linee guida volontarie che incoraggiano la trasparenza, l'accuratezza e la completezza delle informazioni divulgate dagli emittenti. I principi riguardano principalmente l'utilizzo dei fondi, la valutazione e la selezione dei progetti, la gestione dei fondi e la rendicontazione. La definizione di regole standard per l'emissione di strumenti finanziari verdi è importante per garantirne lo sviluppo e incoraggiarne l'uso, in quanto fornisce garanzie agli investitori e protezione agli emittenti.
- **Mini green bond**: Obbligazioni o titoli di debito a medio e lungo termine emessi da società italiane non quotate per programmi di sviluppo, operazioni di investimento temporaneo e rifinanziamento⁷⁹. Obbligazioni fino a 500 milioni di euro emesse da società di capitali e cooperative (escluse banche e assicurazioni), finalizzate a fornire alle PMI che offrono

⁷⁸ BANDINI, F., e PALLARA, F., 2021. Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali - Yunus Social Business Center

⁷⁹ MELLONE, G.F., 2021. L'Italia è al quarto posto nel mondo per raccolta di capitali tramite finanza alternativa. "Merito" anche del Covid, che ha dato un'accelerata alla diffusione di canali digitali per investire in modo più veloce e smart. La Repubblica

prodotti e servizi "verdi" una fonte di finanziamento alternativa al credito convenzionale e a ridurre la loro dipendenza dal sistema bancario. L'obbligazione è quotata sul mercato Extra MOT PRO ed è stata creata nel 2014 dal Piano d'azione. I progetti che possono essere finanziati dai mini-green bond rientrano nelle seguenti aree: energie rinnovabili, efficienza energetica, gestione dell'acqua e dei rifiuti, sistemi di trasporto sostenibili e trattamento del suolo.

- Sustainable bond: Obbligazioni che possono finanziare soluzioni o progetti che mirano a risolvere contemporaneamente problemi ambientali e sociali. Per questo tipo di obbligazioni sono disponibili anche le linee guida sui green e social bond redatte dall'ICMA.
- Obbligazioni sociali: Obbligazioni a forte incidenza. Sono emesse da imprese sociali.
- Fondi di investimento: A seconda dello strumento finanziario in cui si investe, possono essere azionari, obbligazionari, bilanciati, flessibili, di Venture Capital⁸⁰, e sono strumenti che raccolgono fondi da più parti (investitori) e consentono il finanziamento di progetti/imprese che generano impatto sociale e ambientale.
- Strumenti liquidi: Si tratta di certificati di deposito o conti di risparmio di banche commerciali, banche cooperative e altre istituzioni finanziarie comunitarie che investono questi risparmi solo in organizzazioni che perseguono obiettivi sociali e/o ambientali misurabili;
- Credito tradizionale: Certificati di debito, i quali sono prestiti promossi da istituzioni finanziarie tradizionali, diretti soprattutto ad impact entrepreneur e al terzo settore, a lungo o a breve termine; presentano condizioni favorevoli per quanto riguarda il rimborso del capitale, il pagamento degli interessi, la durata del prestito e altre caratteristiche contrattuali;
- Credito mutualistico: Strumento di debito che assume la forma di un prestito, versando il 3% degli utili annuali dei soci della cooperativa o raccogliendo i risparmi dei prestiti dei soci e fornendo fondi di mutuo che vengono prestati da un'istituzione finanziaria senza scopo di lucro;
- Titoli di solidarietà: È uno strumento di debito, espressamente previsto dall'articolo 77 della Legge sul Terzo Settore, emesso da istituti di credito autorizzati a operare in Italia,

⁸⁰ Attività di investimento ad alto sviluppo. L'investimento è effettuato in capitale di rischio di aziende che non sono quotate. | MELLONE, G.F., 2021. L'Italia è al quarto posto nel mondo per raccolta di capitali tramite finanza alternativa. "Merito" anche del Covid, che ha dato un'accelerata alla diffusione di canali digitali per investire in modo più veloce e smart. La Repubblica.

senza commissioni di emissione, e introdotto dal Decreto Legislativo n. 460 del 1997, con l'obiettivo di finanziare organizzazioni sociali senza scopo di lucro. Si tratta di un'obbligazione non convertibile, i cui fondi raccolti sono destinati a imprese sociali, banche e intermediari, ed è concepita per beneficiare di vantaggi fiscali. Il sistema non ha avuto molto successo a causa di un vincolo di rendimento imposto dal legislatore, secondo il quale il rendimento deve essere pari al rendimento medio mensile lordo delle obbligazioni emesse dalle banche.

2.2. ESG: processi e criteri di applicazione

La finanza sostenibile è generalmente definita come il **processo di considerazione dei fattori ambientali, sociali e di governance** nelle decisioni di investimento, che porta a un aumento degli investimenti a lungo termine in attività e progetti economici sostenibili. La sua crescita è stata guidata dal desiderio degli investitori di avere un impatto ambientale e sociale, oltre ai risultati economici degli investimenti. Questa crescita è una risposta a una tendenza più ampia che ha visto molti Paesi del mondo mobilitarsi per contribuire a un miglioramento globale. Ora la finanza sta assumendo una **posizione attiva nel tentativo di implementare questi concetti** nella pratica degli investimenti. Lo **strumento** che nasce da questa volontà è il **rating ambientale, sociale e di governance (ESG)**, da cui si sviluppa l'ESG Investing⁸¹.

Gli investimenti ambientali, sociali e di governance (Environmental, Social, Governance) si sono evoluti negli ultimi anni per **soddisfare le richieste degli investitori** istituzionali e retail, nonché di alcune autorità del settore pubblico, che desiderano incorporare meglio i rischi e le opportunità finanziarie a lungo termine nei loro processi decisionali di investimento per generare valore a lungo termine. Tra i fattori di lungo termine, le categorie ambientali, sociali e di governance possono includere controversie e rischi di ribasso che hanno il potenziale di erodere il valore delle azioni e aumentare il rischio di credito nel tempo. In questo senso, la comunità degli investitori è arrivata a considerare l'ESG come un **approccio d'investimento** che cerca di incorporare maggiori e più coerenti informazioni sugli sviluppi, i rischi e le opportunità ambientali, sociali e di governance nelle decisioni di asset allocation e di gestione del rischio, in modo da generare rendimenti finanziari sostenibili e a lungo termine.

⁸¹ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

Inoltre, l'approccio può servire anche ad aiutare gli investitori e gli altri stakeholder nel loro sforzo di utilizzare le informazioni ambientali, sociali e di governance per gli investimenti etici o d'impatto, in cui i rendimenti finanziari non sono l'obiettivo primario degli investitori. A questo proposito, è **in aumento la richiesta** da parte di questi tipi di investitori di migliorare l'allineamento dei loro portafogli con i valori della società⁸², come ad esempio quelli relativi al rallentamento del cambiamento climatico, al miglioramento delle pratiche socialmente corrette e alla garanzia di elevati standard di governance aziendale. L'informativa ESG è sempre più accettata perché può fornire uno strumento utile agli emittenti per valutare e comunicare le loro pratiche socialmente responsabili e agli investitori che cercano di valutare il potenziale di rendimento sociale in modo coerente tra le società e nel tempo.

In linea di massima, nel medio-lungo periodo, gli emittenti che tengono conto di queste problematiche sociali hanno **maggiori probabilità di evitare controversie e migliorare la propria reputazione**, di fidelizzare meglio clienti e dipendenti e di mantenere la fiducia degli azionisti in periodi di incertezza e transizione. Tuttavia, al momento attuale, la misura in cui le attuali pratiche ESG sono sufficienti a sbloccare informazioni materiali accessibili e utilizzate dagli investitori in modo efficace rimane una questione aperta. Nonostante l'importanza vitale dell'allineamento sociale degli investimenti, la promessa di una finanza sostenibile per il valore a lungo termine è l'obiettivo principale. In quanto tale, si propone di contribuire a una migliore comprensione della misura in cui i processi e le pratiche di investimento ESG stanno contribuendo a rafforzare la trasparenza e l'integrità del mercato e stanno ottenendo i risultati previsti. È sempre più evidente che gli investitori e gli intermediari finanziari tengono sempre più conto delle valutazioni ESG nelle decisioni di investimento⁸³. Nel 2018, il numero di firmatari del UN Principles of Responsible Investment (UN PRI)⁸⁴ che

⁸² BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

⁸³ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

⁸⁴ I Principi per l'Investimento Responsabile sono stati sviluppati da un gruppo internazionale di investitori istituzionali che riflettono la crescente importanza delle questioni ambientali, sociali e di corporate governance (ESG) nelle pratiche di investimento. Il processo è stato convocato dal Segretario generale delle Nazioni Unite.

Firmando i Principi, gli investitori si impegnano pubblicamente ad adottarli e ad attuarli, laddove ciò sia coerente con le responsabilità fiduciarie. Si impegnano inoltre a valutare l'efficacia e a migliorare il contenuto dei Principi nel tempo. Si ritiene che ciò migliorerà la capacità di rispettare gli impegni assunti nei confronti dei beneficiari e di allineare meglio le attività di investimento con gli interessi più ampi della società. Sono previsti 6 principi:

- Principio 1: incorporazione delle questioni ESG nell'analisi degli investimenti e nei processi decisionali.
- Principio 2: proprietari attivi e incorporazione delle questioni ESG nelle politiche e pratiche di proprietà.
- Principio 3: cercare di ottenere un'adeguata divulgazione delle questioni ESG da parte delle entità in cui si investe.
- Principio 4: promozione dell'accettazione e dell'attuazione dei Principi all'interno del settore degli investimenti.
- Principio 5: lavoro unito per migliorare l'efficacia nell'attuazione dei Principi.

si impegnano a perseguire l'integrazione ESG è cresciuta fino a raggiungere oltre 2.300 firmatari tra gli investitori istituzionali. Il motivo principale per cui gli investitori professionali prendono in considerazione le informazioni relative all'ESG non è quello di trarre vantaggi in termini di reputazione, ma di determinare se un'azienda sta gestendo adeguatamente il rischio e allineando la propria strategia per ottenere rendimenti a lungo termine. In indagini più recenti sugli investitori, il perseguimento della **massimizzazione dei rendimenti finanziari e una migliore gestione del rischio** sono stati costantemente evidenziati come motivi chiave per impegnarsi nell'integrazione ESG.

Fino agli ultimi anni, la crescita dell'ESG ha incontrato difficoltà a entrare nelle strategie di investimento tradizionali. Ciò può essere dovuto in parte all'errata percezione degli investitori che gli investimenti sostenibili limitino la scelta e compromettano i principali obiettivi finanziari. Tuttavia, la rapida crescita e la diversificazione dei fondi e delle strategie di investimento ESG suggeriscono che il settore sta subendo una trasformazione. Esistono prove contrastanti del fatto che gli investimenti ESG, in alcune delle loro forme, siano in grado di **fornire un beneficio sociale senza sacrificare i rendimenti finanziari** rispetto alla performance dei portafogli tradizionali, ma la misura in cui l'ESG può contribuire a rafforzare il valore a lungo termine attraverso l'incorporazione di una serie di informazioni non finanziarie trarrebbe beneficio da un'ulteriore valutazione⁸⁵. Allo stesso tempo, i termini e le pratiche ESG non sono stati definiti chiaramente e i significati variano tra gli stakeholder, in particolare a livello transfrontaliero. Sembrano esistere diversi approcci fondamentali agli investimenti ESG, tra cui lo **screening negativo e positivo** (inclusione ed esclusione), il **tilting** dei portafogli allineato ai punteggi ESG e le **pratiche di impatto e integrazione ESG**. Allo stesso tempo, questi approcci sono talvolta combinati con strategie di investimento - come alfa, momentum e long-short - che potrebbero a loro volta alterare la selezione degli asset nei portafogli. Inoltre, la mancanza di pratiche di reporting standardizzate e di trasparenza, e la difficoltà di tradurre le informazioni qualitative in informazioni numeriche, creano un ostacolo alla corretta integrazione dei fattori di sostenibilità nelle decisioni di investimento. L'OECD ha partecipato allo sviluppo degli investimenti responsabili in diversi modi⁸⁶: le Linee guida dell'OECD per una condotta aziendale responsabile per gli investitori

• Principio 6: ciascuno dei firmatari riferirà sulle proprie attività e sui progressi compiuti nell'attuazione dei Principi.

Fonte: UN Principles for Responsible Investment, *What are the Principles for Responsible Investment?*, www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment [Data consultazione: 20/05/2023]

⁸⁵ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

⁸⁶ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

istituzionali; un rapporto sulla governance degli investimenti e l'integrazione dei fattori ESG; la definizione di una consultazione per le linee guida di vigilanza sull'integrazione dei fattori ESG negli investimenti e nella gestione del rischio nei fondi pensione.

Inoltre, per quanto riguarda le questioni ambientali, l'OECD ha elaborato numerosi documenti sulla finanza sostenibile e sul cambiamento climatico. Inoltre, ha recentemente pubblicato un rapporto sugli investimenti a impatto sociale 2019, sottolineando l'imperativo dell'impatto per lo sviluppo sostenibile. Alla luce delle crescenti domande sulle pratiche ESG, il Comitato sui mercati finanziari dell'OCSE ha esplorato gli sviluppi relativi ai vari partecipanti al mercato e ai portavoce che stanno dando forma alle pratiche ESG; la rilevanza delle informazioni ESG; l'utilità dei rating ESG; e la performance degli indici e dei fondi ESG.

Infine, si è impegnata con il settore per comprendere meglio le pratiche, compresi i benefici e le potenziali carenze che potrebbero comprometterne l'adozione. Le sfide riguardano la trasparenza, la coerenza, la materialità e la capacità dei consumatori finanziari di comprendere sia la tassonomia libera sia il modo in cui si relaziona alla composizione del portafoglio, ai rendimenti e ai rischi. Questo aspetto è particolarmente rilevante quando gli investitori si aspettano di poter utilizzare l'ESG per allinearsi ai rendimenti finanziari e ai valori sociali legati alle pratiche ambientali, sociali e di buon governo.

Gli **investimenti ESG** si collocano all'interno di un più ampio spettro di **investimenti basati su rendimenti finanziari e sociali**⁸⁷. Da un lato dello spettro, l'investimento finanziario puro è perseguito per massimizzare il valore degli azionisti e dei detentori di debito attraverso rendimenti finanziari basati su misure assolute o aggiustate per il rischio del valore finanziario. Nella migliore delle ipotesi, si presume che l'efficienza dei mercati dei capitali allarghi efficacemente le risorse ai settori dell'economia che massimizzano i benefici, contribuendo più in generale allo sviluppo economico. Dall'altro lato dello spettro, il puro "social investing", come la filantropia, cerca solo rendimenti sociali, in modo che l'investitore tragga vantaggio dalla conferma dei benefici per segmenti o per l'intera società, in particolare per quanto riguarda i benefici ambientali o sociali, compresi i diritti umani e dei lavoratori e l'uguaglianza di genere. L'investimento a impatto sociale cerca un mix di rendimento sociale e rendimento finanziario, ma la priorità del rendimento sociale o finanziario dipende dalla misura in cui gli investitori sono disposti a compromettere l'uno per l'altro in linea con i loro obiettivi generali. All'interno di questo spettro, l'investimento ESG si concentra sulla

⁸⁷ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

massimizzazione dei rendimenti finanziari e utilizza i **fattori ESG per aiutare a valutare i rischi e le opportunità**, in particolare nel medio-lungo termine. Ciò che lo differenzia dall'investimento puramente commerciale è che prende in considerazione fattori diversi dalla valutazione dei risultati finanziari a breve termine e dei rischi commerciali per tali risultati.

In questo modo, l'investimento ESG incorpora la **valutazione del rischio di sfide e sviluppi ambientali, sociali e di governance a lungo termine**⁸⁸. Inoltre, sembra prendere in considerazione, in varia misura, alcuni elementi di comportamento positivo che si allineano alla limitazione delle ricadute o alla protezione dell'ambiente, alla condotta aziendale responsabile in materia di questioni sociali/lavorative e alle buone pratiche di governance aziendale. La misura in cui l'investimento ESG incorpora l'impatto sociale in modo da aumentare i rischi finanziari (volatilità e tracking error rispetto a un indice) o ridurre i rendimenti finanziari attesi, suggerirebbe un maggiore allineamento con i fondi a impatto sociale. La distinzione tra fondi ESG e fondi a impatto sociale non è ancora chiara e sul mercato permangono alcune ambiguità che potrebbero essere affrontate meglio dal settore finanziario, dai fornitori terzi e dalle organizzazioni internazionali. Ciò può essere la conseguenza dell'uso dei **rating ESG** come **strumento più ampio** che serve a scopi diversi per investitori diversi⁸⁹. Mentre alcuni investitori utilizzano l'ESG come strumento di gestione del rischio, altri lo usano per migliorare la loro posizione sulla finanza sostenibile, al fine di allinearsi con le questioni sociali e di impatto.

La recente terminologia del settore riconosce che, poiché la domanda di prodotti ESG riflette il desiderio di valore a lungo termine e l'allineamento con i valori sociali, lo spettro dei fondi di finanza sostenibile include approcci che prevedono l'esclusione o l'inclusione ESG⁹⁰. È degno di nota il fatto che l'impact investing sia considerato, insieme all'ESG investing, una forma di finanza sostenibile, perché cerca di generare un ritorno sociale positivo, misurabile e rendicontabile, accanto a un ritorno finanziario. Sotto questo aspetto, l'uso di metriche e approcci ESG sia nell'ambito dell'ESG investing responsabile per il valore a lungo termine, sia nell'ambito dell'impact investing sostenibile che cerca di ottenere rendimenti sociali accanto ai rendimenti finanziari piuttosto che migliorare esplicitamente i rendimenti a lungo termine, rimane una fonte di ambiguità che ha contribuito alla proliferazione di metriche e metodologie ESG per servire due scopi.

⁸⁸ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

⁸⁹ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

⁹⁰ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

Diversi sviluppi hanno contribuito alla crescita degli investimenti ESG, distinti dall'impatto sociale e dagli investimenti finanziari tradizionali. In primo luogo, le richieste della società da parte dei non investitori: la transizione dal modello degli azionisti a quello degli stakeholder ha messo in discussione l'idea che l'azienda serva solo gli azionisti, poiché le esigenze di altri stakeholder hanno incoraggiato la crescita della responsabilità sociale d'impresa nelle aziende e persino negli enti governativi. Ciò ha invitato a riflettere su questioni relative a buone pratiche e standard che non riguardano i rendimenti finanziari a breve termine, ma che si ritiene possano contribuire al valore a lungo termine, ad esempio rafforzando la reputazione, la fedeltà al marchio e la fidelizzazione dei talenti. In secondo luogo, la maggiore richiesta da parte degli investitori a impatto sociale di dati relativi ai fattori E, S e anche G, legati alle buone pratiche. In terzo luogo, la richiesta da parte degli investitori ESG, attraverso l'investimento responsabile, di adottare una prospettiva più sostenibile, che possa sia beneficiare degli elementi di gestione del rischio dell'ESG sia allinearsi meglio ai valori sociali.

Fattori generali di rilevanza:

La scelta delle metriche che gli emittenti sono guidati a divulgare deve essere correlata alla materialità finanziaria per essere rilevante per gli investitori e, di conseguenza, avere rilevanza per altri stakeholder come le borse e le autorità di regolamentazione dei titoli. Tuttavia, il concetto di materialità finanziaria assume un significato più ampio quando viene considerato nell'ambito del quadro ESG, che prevede la divulgazione di informazioni non finanziarie. Un concetto che non è stato sufficientemente esplorato è quello relativo ai punti di intersezione tra la materialità finanziaria dell'informativa ESG finanziaria e quella non finanziaria, e alle aspettative sulla natura temporale di tali intersezioni. Mentre alcuni fattori possono avere un significato immediato per gli investitori finanziari, altri possono avere implicazioni indirette nel lungo periodo.

Per decenni le questioni di corporate governance sono state accostate alla materialità finanziaria, in particolare per quanto riguarda i processi di corporate governance, la gestione del rischio e gli incentivi finanziari dei dirigenti. Negli anni '90, l'OECD ha valutato l'importanza della corporate governance per la performance aziendale e ha sviluppato i Principi OECD per la corporate governance⁹¹. In seguito ai default delle società energetiche e di telecomunicazioni dei primi anni 2000, attribuiti in parte alla debolezza della corporate

⁹¹ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

governance, gli investitori istituzionali hanno dedicato maggiore attenzione alla valutazione della governance, mentre le agenzie di rating sono state più trasparenti nel valutare la governance e il suo impatto sui rating. La crescente consapevolezza delle terribili conseguenze economiche e finanziarie del cambiamento climatico sta richiamando l'attenzione sul legame tra la gestione dei rischi climatici da parte delle imprese e la materialità finanziaria. Ciò è particolarmente vero in quanto si prevede un aumento dei rischi fisici legati ai cambiamenti climatici e dei rischi legati agli stranded asset⁹² per i bilanci del settore finanziario. Un crescente numero di ricerche sui rischi legati ai cambiamenti climatici evidenzia i canali attraverso i quali essi possono influenzare le economie, le imprese e i settori finanziari. Tra questi, l'impatto dei rischi fisici legati a tempeste, inondazioni e incendi e le ricadute negative, ad esempio sulle catene di approvvigionamento o sui mercati finanziari. Si prevede sempre più che i fattori legati al clima avranno un'influenza crescente sulla materialità finanziaria, in particolare nei settori più esposti agli stranded asset derivanti dal calo della domanda di combustibili fossili e a quelli esposti agli effetti dei rischi fisici.

Gli impatti immediati dei fattori sociali possono essere meno evidenti, ma i benefici a lungo termine possono includere una maggiore forza del marchio, la fedeltà dei clienti e la fidelizzazione del personale, spesso associati alla responsabilità sociale d'impresa. Tuttavia, gli investitori istituzionali hanno spesso sottolineato che il pilastro sociale è il più difficile da incorporare nelle valutazioni, in parte perché c'è poco consenso su ciò che è considerato materiale e gli standard appropriati, come il trattamento dei dipendenti, variano da Paese a Paese. Tuttavia, il Covid-19 ha portato nuova attenzione sull'importanza dei fattori sociali per la reputazione e la performance delle imprese e solleva prospettive sulla misura in cui gli investitori stanno passando a un modello di stewardship⁹³ multi-stakeholder che potrebbe essere più resistente per affrontare sfide sociali senza precedenti. Alla luce di questi fattori e sviluppi, si sta cercando di mappare i vari elementi delle informazioni non finanziarie, in termini di gradi di rilevanza finanziaria.

⁹² Si tratta attività che si sono svalutate in modo significativo perché il mercato circostante è cambiato. Talvolta, il valore delle attività diminuisce a tal punto da diventare una passività per l'azienda che le possiedono. | Fonte: Byrne, D. (2023). *What are stranded assets, and why are they important?*. Corporate Governance Institute www.thecorporategovernanceinstitute.com/what-are-stranded-assets-and-why-are-they-important/ [Data consultazione: 21/05/2023]

⁹³ Si tratta di un impegno che può essere definito come un dialogo attivo con un obiettivo specifico e mirato. L'obiettivo di fondo del dialogo di engagement dovrebbe essere sempre quello di preservare e accrescere il valore del patrimonio per conto dei beneficiari e dei clienti. | Fonte: LOVISOLO, S., 2021. *Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges*. Istituto Affari Internazionali

Visioni divergenti della materialità finanziaria:

Alcuni consulenti e investitori istituzionali, notando l'ampia gamma di sforzi e standard di reporting da parte di produttori e fornitori, hanno elaborato approcci per distinguere tra il reporting ESG, che è finanziariamente rilevante per gli investitori, e i tipi di reporting che non lo sono, sebbene possano essere un vantaggio per alcuni stakeholder⁹⁴. Ad esempio, Russell Investments ha sviluppato una metodologia che afferma di essere in grado di distinguere tra le aziende che ottengono un punteggio elevato su questioni ESG finanziariamente rilevanti per la loro attività, da quelle che ottengono un punteggio elevato su questioni che non sono finanziariamente rilevanti per la loro attività; in questo modo è in grado di migliorare la costruzione del portafoglio e la performance degli investimenti⁹⁵. La ricerca di Khan, Serafeim e Yoon ha affrontato la questione creando un set di dati incentrati sulla materialità per diversi settori e ha rilevato che le aziende con un buon punteggio sulle questioni materiali superano quelle con un punteggio basso. Lo scopo di evidenziare questo sforzo è solo quello di mostrare che la comunità degli investitori potrebbe non essere sufficientemente confortata dallo stato attuale della divulgazione e del punteggio ESG, tanto che si stanno compiendo sforzi analitici per estrarre informazioni di valore finanziario materialmente rilevanti per gli investitori che desiderano migliorare i rendimenti assoluti e aggiustati per il rischio. Diversi organismi internazionali hanno chiesto di migliorare la coerenza e la significatività delle informazioni ESG, in modo che i collegamenti con la materialità e la sostenibilità siano chiari e coerenti. Nel 2018, l'UN PRI e l'ICGN hanno rilevato che, sebbene non esista un unico insieme di metriche o un unico quadro di riferimento in grado di soddisfare tutti gli utilizzatori delle informazioni ESG, non vi è alcuna possibilità di fornire un quadro di riferimento⁹⁶.

Il documento suggerisce inoltre che gli investitori e le società devono riflettere maggiormente su questioni sistemiche, tra cui le raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) dell'FSB, gli Obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG) delle Nazioni Unite e i loro collegamenti con le singole società. Inoltre, nel 2019, il World Economic Forum ha pubblicato una valutazione della rendicontazione ESG, in cui ha rilevato il desiderio degli investitori e delle aziende di affrontare le sfide legate a un'informativa significativa e coerente⁹⁷. Le aree chiave da affrontare includono:

⁹⁴ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

⁹⁵ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

⁹⁶ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

⁹⁷ BOFFO, R., e PATALANO, R. 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris

- la complessità e l'onere della rendicontazione ESG;
- l'incomparabilità dei dati ESG delle aziende a causa delle specificità del loro settore, della loro ubicazione e di altri fattori, e l'applicazione di classificazioni specifiche per le aziende, che spesso rende i dati incomparabili;
- la scarsa comprensione e interazione con le agenzie di rating ESG, compresa una netta mancanza di trasparenza, e la difficoltà di ottenere chiarezza su ciò che i rating ESG valutano.

Anche se gli utenti delle informazioni ESG recuperano in gran parte le informazioni dalle comunicazioni degli emittenti e sviluppano analisi e punteggi basandosi in gran parte sulla stessa base di informazioni, i punteggi ESG dei principali fornitori di rating (per i quali i dati sono disponibili in commercio) possono variare notevolmente da un fornitore ESG all'altro.

I punteggi ESG sono oggetto di critiche perché le diverse metodologie possono portare a risultati molto diversi per i singoli emittenti. Ciò implica che se gli investitori utilizzano e si affidano a diversi fornitori di servizi, gli input del punteggio che determinano la selezione e la ponderazione dei titoli potrebbero essere determinati dalla scelta del fornitore di rating. In altre parole, due fondi che sono entrambi portafogli di mercato ad alto ESG potrebbero avere esposizioni radicalmente diverse, il che a sua volta mette in discussione il significato dell'intero processo. Questa sezione valuta in che misura i punteggi ESG dei principali fornitori differiscono e come si confrontano con la dispersione dei rating di credito tra le imprese.

Ciò evidenzia come alcune società, classificate ai primi posti da un fornitore, abbiano punteggi molto più bassi da altri. Ciò dipende da quali metriche sono incluse nelle misurazioni, da come i fattori sono pesati nei punteggi dei pilastri, dal giudizio qualitativo degli analisti e da come la misurazione è influenzata dalla divulgazione delle aziende. La ricerca di Berg et Al. (2019) analizza la divergenza dei rating ambientali, sociali e di governance (ESG) di cinque fornitori. Scomponendo la differenza tra le valutazioni in tre fonti e scopre che i diversi ambiti di valutazione ESG tra i fornitori hanno un impatto maggiore sulla diversa valutazione delle categorie ESG, spiegando oltre il 50% dei risultati. Le restanti differenze sono spiegate da differenze di ponderazione e misurazione. Questa valutazione conferma le preoccupazioni sul significato degli attuali punteggi ESG e sul loro valore per gli investitori. Il personale dell'OECD ha confrontato i rating ESG con una selezione di rating del credito degli emittenti da parte dei principali fornitori e ha scoperto che mentre i punteggi ESG variano ampiamente, i punteggi del credito dei singoli emittenti sono molto meno

divergenti. Queste differenze sollevano importanti interrogativi sulla possibilità di affidarsi a un singolo rating per prendere decisioni di investimento, anche per strutturare portafogli di investimento che si ritiene abbiano un'inclinazione verso punteggi ESG più elevati. In breve, se i punteggi ESG elevati delle imprese dipendono in larga misura dalle metodologie dei fornitori (i valutatori ESG o gli stessi gestori di portafoglio), la misura in cui gli investitori finali possono essere certi che gli investimenti ESG abbiano fornito rendimenti migliori o si siano allineati a particolari valori sociali è dubbia. Questo dilemma di mercato merita un ulteriore esame da parte dei responsabili politici e della comunità degli investitori.

Le metodologie, i giudizi e i dati ESG sono sviluppi apprezzabili per arricchire le informazioni comunicate agli investitori, ma le grandi differenze nei rating ESG tra i vari fornitori possono ridurre il significato dei portafogli ESG che ponderano maggiormente le imprese con un rating migliore. Per questo motivo, una revisione delle metodologie di alcuni fornitori di rating ESG ben utilizzati dal settore degli investimenti può aiutare a far luce sulle cause di queste differenze. Attirare l'attenzione su tali differenze potrebbe aiutare gli investitori a capire che potrebbe essere necessaria una due diligence aggiuntiva quando si utilizzano i rating ESG di terzi per comprendere questi fattori che contribuiscono a risultati diversi. Un'analisi degli approcci e dei dati pubblicamente disponibili di Bloomberg, Thomson Reuters, Sustainalytics e MSCI illustra una serie di fattori che possono contribuire alle differenze di rating. Tra questi: il quadro di riferimento, le categorie di fattori, le metriche delle sottocategorie, la misurazione delle controversie, il giudizio, le ponderazioni degli indicatori e le ponderazioni ESG all'interno dei settori in cui si vuole ottenere il "best in class". Inoltre, tali scelte potrebbero influenzare l'allineamento dei rating con la materialità finanziaria, il che potrebbe suggerire il motivo per cui gli indici che si basano su determinati rating ottengono risultati migliori di altri.

La scelta dell'esclusione dipende da diversi fattori, tra cui una soglia tipicamente guidata dalla tolleranza dei clienti e dal giudizio del fornitore dell'indice su ciò che è considerato negativo da una prospettiva sociale, che può variare a seconda del Paese e della regione. I settori spesso soggetti a forme di esclusione sono: alcol, combustibili fossili (soprattutto carbone), pellicce, gioco d'azzardo, nucleare, pornografia, tabacco e armi. La selezione può avere un forte impatto sulla composizione del portafoglio e sui risultati dell'investimento e determina il tracking error degli indici rispetto ai tradizionali portafogli di mercato. L'entità della riponderazione del portafoglio verso punteggi ESG più elevati dipenderà almeno da:

- la misura in cui il rater riallinea i best in class per settore, in modo tale che anche le società con punteggi ESG grezzi più bassi saranno riponderate più in alto per compensare le esclusioni in particolari settori;
- la misura in cui si inclinano verso ESG più elevati;
- i punteggi ESG. A questo proposito, un fornitore che esclude in modo più deciso, consente un'inclinazione più forte e ha punteggi di società con grandi capitali di mercato che differiscono dai punteggi dei peer rater, potrebbe produrre un indice con pesi notevolmente diversi rispetto agli indici tradizionali.

2.2.1. Le strategie

L'investimento responsabile è nato per ottenere risultati politici, gradualmente promossi dagli operatori dei mercati finanziari, ed è stata ufficialmente approvata dall'**Accordo di Parigi** del 2015, il cui articolo 2.1, c), afferma che il raggiungimento degli obiettivi dell'Accordo richiede il riorientamento dei flussi finanziari globali in modo “coerente con un percorso verso basse emissioni di gas serra e uno sviluppo resiliente al clima”⁹⁸. L'Accordo di Parigi, adottato nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, è uno strumento giuridico vincolante che sancisce l'impegno a raggiungere uno specifico risultato ambientale nel diritto internazionale. Il risultato è quello di **limitare l'aumento della temperatura media globale** a "ben al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali e di proseguire gli sforzi per limitare l'aumento della temperatura a 1,5°C rispetto ai livelli preindustriali" (articolo 2.1, a))⁹⁹. Questo è diventato il parametro di riferimento per misurare l'impatto ambientale nelle politiche pubbliche e nella finanza. Il fatto che l'attenzione si concentri su un risultato e non su azioni o input specifici da parte dei governi rende l'Accordo particolarmente potente. Gli obiettivi dell'Accordo di Parigi sono stati tradotti dai firmatari in Contributi Nazionali Determinati. La pressione per il raggiungimento di un obiettivo molto misurabile ha portato i governi - e le coalizioni di investitori - a chiedersi come i portafogli di investimento possano essere allineati con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi. Ad esempio, il Parlamento europeo ha richiesto alla Commissione di creare una metodologia per un indice finanziario, l'EU Paris-aligned Benchmark (EU PAB), il cui obiettivo è esplicitamente quello di indirizzare gli investimenti verso attività le cui emissioni di gas serra sono in linea con una

⁹⁸ LOVISOLO, S., 2021. Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges. Istituto Affari Internazionali

⁹⁹ LOVISOLO, S., 2021. Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges. Istituto Affari Internazionali

traiettoria che porterà alla neutralità del carbonio entro il 2050. Una delle principali iniziative guidate dagli investitori che mirano a “garantire che le maggiori società emittenti di gas a effetto serra del mondo adottino le azioni necessarie per contrastare i cambiamenti climatici” è Climate Action 100+, che rappresenta il 50% di tutti gli asset globali in gestione in 33 mercati. Gli investitori firmatari di Climate Action 100+, ritengono che impegnarsi e lavorare con le società in cui investono, per garantire una maggiore divulgazione dei rischi legati al cambiamento climatico e solide strategie di riduzione delle emissioni aziendali, sia coerente con il loro dovere fiduciario ed essenziale per raggiungere gli obiettivi dell'Accordo di Parigi. Il problema di come determinare se i portafogli di investimento sono in linea con uno scenario di temperatura - cioè se si trovano su una traiettoria di emissioni coerente con un aumento della temperatura di 1,5 gradi, 2 gradi o più - non è stato ancora risolto. Il Gruppo intergovernativo di esperti sul cambiamento climatico (IPCC) - l'organismo scientifico delle Nazioni Unite che si occupa di clima - ha sviluppato molti scenari alternativi compatibili con un risultato di 1,5 gradi.⁵ Ma le metodologie che possono garantire che un portafoglio di investimenti sia effettivamente allineato con uno di questi scenari sono state proposte solo per essere discusse e testate¹⁰⁰.

Nel 2015 è stato concordato un altro quadro politico globale guidato dalle Nazioni Unite. L'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile è stata adottata il 25 settembre 2015 al Vertice delle Nazioni Unite sullo sviluppo sostenibile. Gli **Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs)** che ne sono scaturiti hanno stabilito una serie di 17 obiettivi generali accettati a livello globale (sostenuti da 169 obiettivi specifici e 232 indicatori con cui saranno misurati) per ottenere risultati reali in settori quali la gestione delle risorse idriche, l'energia, la salute pubblica, la riduzione della povertà, l'uguaglianza di genere e la biodiversità. Il quadro di riferimento è stato immediatamente accolto dalla comunità degli investitori globali come il quadro di riferimento per la misurazione dell'impatto e come il principale strumento per garantire la convergenza degli sforzi internazionali nello spazio degli investimenti responsabili. Come sottolineano i Principi per l'investimento responsabile (PRI), guidati dalle Nazioni Unite: La Conferenza delle Nazioni Unite per il Commercio e lo Sviluppo (UNCTAD) stima che per raggiungere gli SDGs entro il 2030 saranno necessari dai 5.000 ai 7.000 miliardi di dollari all'anno da parte del settore privato.⁸ Il ruolo del sistema finanziario nel plasmare i risultati in

¹⁰⁰ LOVISOLO, S., 2021. Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges. Istituto Affari Internazionali

linea con gli SDGs non può riguardare solo nuovi capitali, ma richiederà agli investitori di riorientare il capitale esistente e di essere buoni amministratori delle entità in cui investono.

Oltre a contribuire al raggiungimento di risultati specifici, focalizzati sui risultati allineati agli SDG, anche attraverso l'azione collettiva, possono anche ripercuotersi sulla performance del portafoglio e sulla resilienza del sistema finanziario stesso. Esiste un ciclo di feedback continuo tra rischi e opportunità (ESG) e risultati (allineati agli SDG): Le questioni ESG creano rischi e opportunità per gli investitori, le cui azioni danno forma ai risultati nel mondo, che si ripercuotono sui portafogli sotto forma di rischi e opportunità ESG.

Gli investitori, tuttavia, faticano ancora a creare un collegamento tra le loro azioni e gli SDG, come mostra la discussione seguente (tratta dai PRI). Alcuni investitori si sono spinti fino a sviluppare "tassonomie", ossia elenchi di attività economiche che creano una corrispondenza tra i prodotti e i servizi forniti dalle aziende commerciali e gli obiettivi e i target degli SDG. Un esempio è fornito dalla tassonomia sviluppata dai gestori patrimoniali olandesi APG e PGGM. Per rendere operativo il loro modello, i due investitori hanno unito le forze per creare una piattaforma, aperta ai proprietari di asset di tutto il mondo e alimentata dall'intelligenza artificiale, che mira ad analizzare l'allineamento agli SDG di oltre diecimila aziende a livello globale. Nonostante i numerosi tentativi di misurare l'impatto e l'allineamento agli SDG degli investimenti, gli investitori hanno raggiunto un consenso solo sul fatto che gli investimenti negli SDG dovrebbero essere caratterizzati da addizionalità, intenzionalità e misurabilità. Il quadro degli SDG rimane comunque un risultato importante nella misura in cui rappresenta il miglior tentativo di colmare le differenze di valore e i pregiudizi politici tra le varie giurisdizioni. Rappresenta il consenso globale su ciò che conta come impatto desiderabile. Tuttavia, le convinzioni degli investitori continueranno a giocare un ruolo importante, ad esempio nel dare priorità a un SDG piuttosto che a un altro.

Un approccio alternativo all'investimento sostenibile, in contrapposizione al focus sull'impatto descritto nelle sezioni precedenti, postula che i risultati sostenibili possano essere raggiunti mitigando i rischi di sostenibilità in un portafoglio di investimenti, limitando ad esempio l'esposizione dell'investitore a determinati settori o a singole società partecipate.

Questo approccio guida strategie di investimento come lo screening negativo/esclusivo, lo screening basato sulle norme, l'integrazione ESG e lo screening best-in-class¹⁰¹. Pur non perseguendo intenzionalmente un risultato di impatto, queste strategie di investimento rispondono anche a logiche di finanza sostenibile. Come chiarito dal Gruppo di esperti di alto

¹⁰¹ LOVISOLO, S., 2021. Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges. Istituto Affari Internazionali

livello sulla finanza sostenibile (HLEG), la finanza sostenibile si occupa di "due imperativi urgenti":

- migliorare “il contributo della finanza a una crescita sostenibile e inclusiva” finanziando i bisogni a lungo termine della società;
- rafforzare “la stabilità finanziaria incorporando i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo decisionale di investimento”.

L'imperativo della “stabilità finanziaria”, ovvero la protezione dei risparmi dai rischi legati alla sostenibilità, è stato colto da un altro quadro globale associato agli investimenti responsabili: le Raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), istituita dal Financial Stability Board del G20 nel 2015, in occasione della conferenza di Parigi sul clima¹⁰². L'obiettivo del quadro è quello di garantire che i rischi e le opportunità legati al clima siano correttamente considerati nelle decisioni di investimento per evitare qualsiasi effetto a catena sul sistema finanziario derivante dall'attuazione dell'Accordo di Parigi, sia attraverso una spinta normativa che attraverso l'innovazione tecnologica. Dando il giusto peso ai rischi e alle opportunità legati alla sostenibilità, gli operatori dei mercati finanziari orienteranno gradualmente il capitale verso gli asset sostenibili, rendendo così il capitale più conveniente per gli asset sostenibili e più costoso per gli asset più rischiosi. Gli sforzi per proteggere i portafogli di investimenti e prestiti dai rischi legati alla sostenibilità contribuiranno in ultima analisi, e indirettamente, al raggiungimento dei risultati di impatto.

È interessante osservare come le strategie si sono evolute a seconda della zona geografica:

- Europa: L'Unione Europea è stata all'avanguardia nel movimento degli investimenti sostenibili negli ultimi vent'anni, come testimonia il fatto che i gestori patrimoniali in Europa si sentono a proprio agio nel dichiarare di applicare strategie d'investimento sostenibili sia a livello di azienda che di prodotto per una percentuale significativa degli asset in gestione (Assets Under Management, AUMs). Secondo una recente ricerca della European Asset Management Association (EFAMA)¹⁰³, 10,7 trilioni di euro di asset su 23 trilioni di euro di AUM (cioè il 45% del totale) tengono in qualche modo conto delle considerazioni ESG, con strategie che si dividono in due tipi: esclusioni o integrazione sistematica dei rischi e delle opportunità ESG. Secondo una ricerca di Morningstar, nell'ultimo trimestre del 2020 i fondi ESG hanno raggiunto un record di AUM pari a 1,65

¹⁰² LOVISOLO, S., 2021. Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges. Istituto Affari Internazionali

¹⁰³ European Asset Management Association (EFAMA) (2020). Sustainable Investment in the European Asset Management Industry: Defining and Sizing ESG Strategies. in EFAMA Market Insights, p.2. <https://www.efama.org/node/191> [Data di consultazione: 19/05/2023]

triloni di dollari USA, con oltre l'80% delle attività provenienti dall'Europa (si veda la tabella qui sotto).

Region	Q4 2020 flows		Assets		Funds	
	USD bn	% Total	USD bn	% Total	Total	% Total
Europe	120,8	79,3	1.342,8	81,3	3.196	77
USA	20,5	13,4	236,4	14,3	392	9,4
Asia	5	3,3	25,4	1,5	208	5
Australia/ Zealand	1,2	0,8	19,8	1,2	126	3
Japan	3,7	2,4	17,7	1,1	138	3,3
Canada	1,2	0,8	10,2	0,6	93	2,2
Total	152,3		1.652,3		4,153	

Tabella 3: Patrimonio investito in fondi ESG¹⁰⁴

Il panorama, tuttavia, è destinato a cambiare radicalmente tra il 2021 e il 2022, quando entreranno in vigore nuove regole. Dal marzo 2021 un nuovo regolamento sugli investimenti sostenibili¹⁰⁵ (il primo del suo genere a livello globale) impone a tutti i grandi investitori dell'UE di integrare le considerazioni sulla sostenibilità nelle loro politiche di investimento, nella governance e nella gestione del rischio, consentendo invece a quelli più piccoli di spiegare perché scelgono di non farlo. Lo stesso regolamento stabilirà regole più severe per la categorizzazione dei prodotti ESG e per le informazioni che devono accompagnarli. Da un lato, a livello di entità, la maggior parte degli investitori dovrà applicare strategie ESG per motivi di conformità. Dall'altro lato, c'è il rischio che un numero minore di prodotti venga classificato come ESG. Un'altra importante normativa, la Tassonomia UE, richiederà ai gestori patrimoniali di rendere nota la percentuale di attività incluse nei prodotti di investimento ambientale che sono allineati con i settori economici che contribuiscono alla transizione verso un'economia sostenibile dal punto di vista ambientale, come definito dalla stessa Tassonomia UE. Le applicazioni della tassonomia UE (su base volontaria) si trovano anche nel settore bancario. In particolare, sono stati compiuti ampi sforzi per implementare la Task force sull'informativa climatica (TCFD) e la Tassonomia UE. Ad esempio, l'Iniziativa Finanza del Programma Ambientale delle

¹⁰⁴ Fonte: Morningstar, Flussi di fondi sostenibili globali: Q4 2020 in Review

¹⁰⁵ Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea, Regolamento (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019 sulle informazioni relative alla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>.

Nazioni Unite (UNEP FI) e la Federazione Bancaria Europea hanno condotto un'iniziativa volta a valutare in che misura la Tassonomia dell'UE sulle attività sostenibili possa essere applicata ai prodotti bancari di base a fini di etichettatura o divulgazione. Il progetto ha coinvolto 26 grandi banche, sette associazioni bancarie e cinque organizzazioni di osservazione che hanno lavorato insieme per testare, pilotare e valutare le complessità dell'applicazione della Tassonomia dell'UE, che si rivolge principalmente agli investitori, ai prodotti bancari di base. Questa spinta normativa è giustificata dal Green Deal dell'UE, una visione globale che include l'impegno a raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. Gli investimenti necessari per realizzare questa trasformazione programmata dell'economia europea richiedono il trasferimento degli investimenti privati verso infrastrutture e altri beni sostenibili, integrando i finanziamenti provenienti dai bilanci statali.

Una questione spesso sollevata dall'introduzione della Tassonomia UE, insieme ad altri provvedimenti normativi dell'UE in materia di finanza sostenibile, è se l'attenzione sia concentrata sulla con le altre misure regolamentari dell'UE in materia di finanza sostenibile, è se l'attenzione agli asset verdi sugli asset verdi creerà, da un lato, una bolla verde per le attività che rientrano nell'ambito di applicazione della tassonomia o che sono incluse, ad esempio, in un benchmark allineato a Parigi e, dall'altro, (come rovescio della stessa medaglia), se gli asset ad alto contenuto di carbonio saranno incagliati più rapidamente come conseguenza. Per quanto riguarda la questione della bolla verde, finora le preoccupazioni hanno riguardato le quote di energia rinnovabile, che di recente hanno registrato una crescita significativa. Si potrebbe tuttavia sostenere che, ampliando la definizione di asset sostenibili al di là della mitigazione dei cambiamenti climatici (per abbracciare altri cinque obiettivi, tra cui la tutela della biodiversità, la promozione di un'economia circolare e la prevenzione e il controllo dell'inquinamento), la tassonomia stia effettivamente contribuendo a evitare la concentrazione del capitale verde sulle energie rinnovabili. Se la Commissione europea dovesse rimanere all'interno del budget di gas serra compatibile con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, la stragrande maggioranza delle riserve di combustibili fossili sarebbe incombustibile e quindi gli asset corrispondenti, la cui valutazione si basa su tali riserve, sarebbero "incagliati". Carney ha quindi individuato la causa dell'incaglio degli asset nell'Accordo di Parigi stesso e nell'azione associata dei

governi che mirano a raggiungere gli impegni assunti in tale contesto¹⁰⁶. La tassonomia UE, nella sua forma attuale, sembra essenzialmente diretta a proteggere i portafogli degli investitori e delle banche dal rischio di essere esposti ad asset che potrebbero essere influenzati dalle politiche governative volte a ridurre le emissioni di gas serra nell'economia reale. È stata creata come soluzione per gli investitori per identificare gli asset che non corrono il rischio di incaglio, piuttosto che essere una causa del fenomeno dell'incaglio in sé.

- Stati Uniti d'America: Sebbene le origini dell'investimento responsabile siano comunemente ricondotte alle politiche di investimento degli American Quakers¹⁰⁷, che si rifiutarono di effettuare investimenti legati alla schiavitù, e dei metodisti, che erano contrari agli investimenti legati alla guerra, e sebbene il movimento per l'investimento sostenibile abbia ricevuto un impulso negli anni '60 a seguito dell'embargo antiapartheid, negli ultimi anni gli Stati Uniti sono rimasti indietro rispetto all'Europa in termini di AUM totali e di quota di asset. Tuttavia, gli investimenti ESG non hanno mai smesso di crescere a un ritmo costante, prendendo slancio durante l'amministrazione di Donald Trump. I gestori patrimoniali hanno segnalato un aumento dell'interesse per gli investimenti responsabili da parte dei proprietari di asset come reazione alla linea dura di Trump sui temi ESG. Secondo una ricerca del Forum statunitense per gli investimenti sostenibili, nel 2020 il totale degli AUM domiciliati negli Stati Uniti che utilizzano strategie di investimento sostenibili è cresciuto da 12.000 miliardi di dollari all'inizio del 2018 a 17.100 miliardi all'inizio del 2020, con un aumento del 42%. Questo rappresenta il 33%, ovvero un dollaro su tre, dei 51,4 trilioni di dollari di patrimonio totale degli Stati Uniti gestito da professionisti. I flussi verso i fondi comuni di investimento sostenibili hanno registrato una crescita ancora maggiore nel 2020 (grafico qui di seguito), raggiungendo una dimensione 10 volte superiore agli afflussi del 2018 (51 miliardi di dollari USA contro 5,4 miliardi).

¹⁰⁶ LOVISOLO, S., 2021. Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges. Istituto Affari Internazionali

¹⁰⁷ Movimento religioso che iniziò in Inghilterra come forma di Protestantismo nel diciassettesimo secolo.

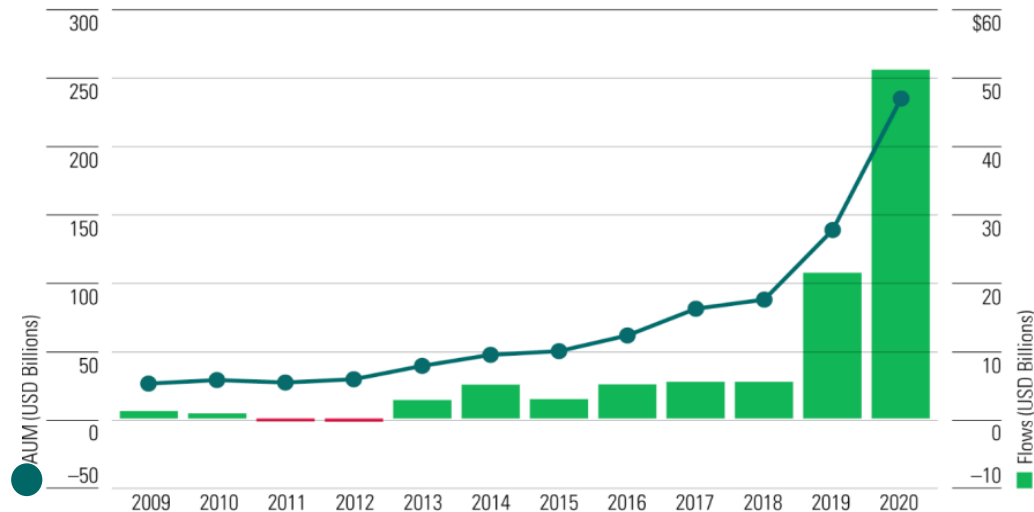


Grafico 5: Flussi annuali e patrimonio dei fondi sostenibili¹⁰⁸

Ma quali sono i temi chiave che stanno a cuore agli investitori sostenibili? L'ultima indagine del Forum statunitense sugli investimenti sostenibili mostra che il tema più importante per i gestori patrimoniali (che gestiscono fondi per investitori sia retail che istituzionali) è il cambiamento climatico, con un aumento del 39% delle attività interessate dal 2018. Tuttavia, le risorse naturali e la governance (retribuzione dei dirigenti) sono in aumento, con un tasso di crescita rispettivamente dell'81% e del 122%. Il cambiamento climatico però è solo il secondo tema più importante per gli investitori istituzionali (proprietari di asset come fondi pensione e compagnie assicurative), mentre le risorse naturali sono il tema che ha registrato il più alto tasso di crescita (il 95%)¹⁰⁹, molto probabilmente in risposta alle preoccupazioni relative alla protezione della biodiversità a seguito della pandemia di Covid-19. Sempre più spesso, come testimoniano anche le recenti iniziative normative della Federal Reserve e della Securities and Exchange Commission (SEC) degli Stati Uniti sui rischi legati al clima, l'attenzione agli investimenti sostenibili è giustificata dalla necessità di proteggere il sistema finanziario dai rischi ESG emergenti, come previsto dalle raccomandazioni del TCFD, piuttosto che dall'esigenza di ottenere risultati di impatto attraverso la gestione del portafoglio¹¹⁰.

- Cina: Il primo fondo comune di investimento ESG cinese è stato lanciato nel 2005. Da allora, i fondi comuni di investimento ESG sono cresciuti drasticamente in termini di

¹⁰⁸ Fonte: Hale, J. (2021). Un disco rotto: I flussi dei fondi sostenibili statunitensi raggiungono di nuovo nuovi livelli", in Articoli Morningstar. <https://www.morningstar.com/articles/1019195>

¹⁰⁹ Hale, J. (2021). Un disco rotto: I flussi dei fondi sostenibili statunitensi raggiungono di nuovo nuovi livelli", in Articoli Morningstar. <https://www.morningstar.com/articles/1019195>

¹¹⁰ LOVISOLO, S., 2021. Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges. Istituto Affari Internazionali

numero e di AUM, con il solo 2015 che ha aggiunto 24 nuovi fondi al mercato. Nel 2020 sono stati emessi più di 20 fondi comuni pan-ESG, per un totale di 127 fondi attivi. Con l'aumento del numero, anche le dimensioni dei fondi comuni ESG sono cresciute in modo significativo, fino a più che raddoppiare il numero nel 2019, la crescita più rapida mai registrata¹¹¹. Ma la dimensione dei fondi comuni, 121 miliardi di renminbi, è solo una frazione del patrimonio rappresentato dalle obbligazioni sostenibili, sia verdi che sociali: circa 1.800 miliardi di renminbi (o 280 miliardi di dollari). La finanza verde, più che gli investimenti sostenibili in generale, è stata l'area in cui la Cina ha mostrato precocemente una leadership. Nel 2015 la Cina è stata la prima giurisdizione a sviluppare una tassonomia verde ufficiale delle attività che si qualificano per l'emissione di obbligazioni verdi (il Green Bond Catalogue pubblicato dalla People's Bank of China) e a introdurre incentivi nazionali e regionali per la promozione delle obbligazioni verdi nel settore finanziario. Nella relazione tenuta al 19° Congresso Nazionale del Partito Comunista Cinese nel 2017, il Presidente XI Jinping ha sottolineato che la costruzione di una civiltà ecologica sarebbe un "progetto del millennio per lo sviluppo sostenibile dell'intera nazione" e ha evidenziato la necessità di "costruire un sistema di innovazione orientato al mercato per la tecnologia verde, sviluppare la finanza verde, nonché espandere le industrie per la conservazione dell'energia e la protezione dell'ambiente, le industrie della produzione pulita e le industrie dell'energia pulita". All'inizio del 2020, la società di consulenza SynTao Green Finance ha pubblicato dieci tendenze che caratterizzeranno gli investimenti sostenibili in Cina nei prossimi anni¹¹²:

- Il cambiamento climatico diventa un tema importante per il settore finanziario;
- La divulgazione di informazioni ESG diventa sempre più rilevante;
- I prodotti di investimento ESG sono più diversificati con un maggiore riconoscimento da parte degli investitori;
- I fattori ESG sono incorporati negli investimenti a reddito fisso;
- L'ulteriore sviluppo degli investimenti ESG nel mercato primario;
- Comparsa di prodotti finanziari a tema SDG;
- Promozione dell'apertura bidirezionale³⁵ del mercato dei capitali cinese;
- Sviluppo della finanza verde locale da pilota a new normal;

¹¹¹ LOVISOLO, S., 2021. Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges. Istituto Affari Internazionali

¹¹² LOVISOLO, S., 2021. Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges. Istituto Affari Internazionali

- Ulteriore miglioramento della gestione del rischio ambientale e sociale nelle operazioni delle banche all'estero;
- Promozione reciproca di fintech e finanza verde.

Il focus degli investimenti sostenibili sull'energia e sulla tutela dell'ambiente sembra aver raggiunto l'apice nel 2019, con altri temi che ora guidano la crescita degli asset, come la riduzione della povertà e la corporate governance.

- India: Nel settembre 2019, l'India ha annunciato l'obiettivo di raggiungere 450 GW di capacità di generazione di energia rinnovabile entro il 2030, uno degli impegni più ambiziosi a livello globale. Si stima che per raggiungere il Nationally Determined Contribution dell'India saranno necessari 2,5 trilioni di dollari dal 2015 al 2030, ovvero circa 170 miliardi di dollari all'anno. Tuttavia, nel 2018 l'India è riuscita a mobilitare solo 18 miliardi di dollari USA in investimenti per il clima. Di questi, il 32% proviene da investitori del settore pubblico e il restante 68% dal settore privato, principalmente sotto forma di finanziamento del debito. In altre parole, l'India deve mobilitare circa nove volte gli investimenti attuali per rispettare i propri impegni. La finanza pubblica non sarà in grado di colmare questo ingente fabbisogno di capitale, il che significa che una quota significativa deve provenire dal settore privato. Il settore energetico indiano è uno di quelli in più rapida crescita al mondo e ha attirato notevoli investimenti. Nel 2018, la capacità solare totale su tetto ha raggiunto i 4 GW a dicembre 2018, con circa 1 GW aggiunto nell'anno fiscale (FY) 2017 e oltre 1,5 GW aggiunto nell'anno fiscale 2018. Secondo il Ministero delle energie nuove e rinnovabili, nell'anno fiscale 2017 sono stati installati progetti di energia eolica per un totale record di 5 GW. Nel 2018 sono stati aggiunti quasi 2 GW di nuova capacità eolica, con un calo del 68% rispetto all'anno precedente. L'industria indiana degli investimenti sostenibili è ancora in fase iniziale. Gli asset gestiti secondo una strategia di investimento sostenibile sono stati pari a 28 miliardi di dollari nel 2019, dopo aver registrato una crescita limitata del 6% nei due anni precedenti rispetto a un tasso di crescita annuale composto del 16% a 30,7 trilioni di dollari nel periodo 2016-1839¹¹³. Per rafforzare il settore degli investimenti sostenibili, nel 2018 l'Autorità indiana per la regolamentazione e lo sviluppo dei fondi pensione ha introdotto un Codice comune di stewardship che fornisce indicazioni sul monitoraggio e l'impegno con le partecipate in materia di corporate governance e di questioni ESG rilevanti. Gli investitori istituzionali sono tenuti a divulgare pubblicamente la loro politica di stewardship, la loro politica di

¹¹³ LOVISOLO, S., 2021. Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges. Istituto Affari Internazionali

voto e la rendicontazione periodica delle loro attività di voto. Un codice simile è stato implementato per i fondi comuni e i fondi di investimento alternativi nel 2020. Per quanto riguarda le imprese, il Companies Act del 2013 ha segnato un altro momento cruciale per la finanza sostenibile indiana, imponendo alle aziende che superano una certa soglia di profitto di destinare il 2% dei loro utili netti alla responsabilità sociale d'impresa.

L'India conta circa due milioni di imprese sociali e almeno 75 investitori d'impatto attivi. Gli investitori d'impatto indiani possono essere classificati in tre categorie: gestori di fondi (come Aavishkaar, Acumen ed Elevar); istituzioni finanziarie per lo sviluppo (come la Banca nazionale per l'agricoltura e lo sviluppo rurale e la FMO Entrepreneurial Development Bank); fondazioni, individui con un elevato patrimonio netto e family office (come Omidyar Network, Michael e Susan Dell Foundation)¹¹⁴. Nel 2016, i settori che hanno attratto le quote maggiori di investimenti a impatto sono stati, in ordine di preferenza, l'inclusione finanziaria, l'energia pulita, l'istruzione, l'agricoltura e la sanità.

- Africa: L'impact investing può essere definito come una “strategia ISR” (investimento socialmente responsabili), che comporta l'investimento in imprese che offrono prodotti e servizi utili dal punto di vista sociale e ambientale, anziché evitare le imprese che non lo fanno. Come osserva un esperto keniano di impact investment, questo nuovo modo di risolvere i problemi sociali e ambientali - rispetto alla concessione di sovvenzioni. Tuttavia, siamo ancora agli inizi. Ci si aspettano maggiori flussi finanziari e meccanismi di finanziamento innovativi per aiutare a risolvere le sfide del continente, man mano che un numero sempre maggiore di investitori d'impatto e di imprenditori legati all'impatto si affermeranno nel continente". L'Africa è effettivamente uno dei "focolai" globali dell'impact investing. L'ultimo sondaggio del Global Impact Investing Network ha rilevato che dei 404 miliardi di dollari di asset di impact investing detenuti dagli intervistati del network, la stragrande maggioranza (59%) è allocata nei mercati emergenti, con l'Africa subsahariana che attrae il maggior numero di asset (21%), ovvero 85 miliardi di dollari. Al contrario, l'ultimo rapporto dell'African for Impact Investing Barometer⁴⁶ mostra che il 51% di tutti gli asset gestiti in Africa, pari a 248,29 miliardi di dollari, incorpora considerazioni di sostenibilità, con quasi 30 miliardi di dollari investiti in strategie d'impatto. I cinque principali temi di investimento identificati dall'indagine sono l'agricoltura, le piccole e medie imprese (PMI), i servizi finanziari, la sanità e le infrastrutture. Questi temi sono confermati come i principali da un'analisi qualitativa dei

¹¹⁴ LOVISOLO, S., 2021. Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges. Istituto Affari Internazionali

fondi di investimento a impatto focalizzati sull'Africa, dove la nozione di impatto “bottom of the pyramid” (BoP) è trasversale ai temi delle PMI e della sanità. Un altro tema emergente è il Gender Lens Investing.

2.2.2. Le tipologie di investimenti socialmente responsabili (SRI)

Il crescente interesse per gli investimenti socialmente responsabili (ISR) e per le decisioni etiche in campo finanziario, soprattutto nel contesto della più recente crisi finanziaria, è visibile sia nelle discussioni pubbliche che nella letteratura accademica. Come osserva Prodhan¹¹⁵ “le pratiche non etiche nel campo della finanza sono diventate un fatto comune alla fine del ventesimo secolo, riflettendo lo spirito dei tempi”. Molti investitori privati e istituzionali vogliono contrastare questi sviluppi e cercano di combinare i loro interessi finanziari e sociali. Ciò si riflette negli ingenti importi investiti secondo i principi SRI.

Già nel 1948, gli investitori ecclesiastici del Regno Unito stabilirono i propri portafogli di investimento tenendo conto dei vincoli etici. Nel 1900, il mercato azionario ha iniziato a concentrarsi maggiormente sulle specifiche esigenze religiose della comunità islamica, ad esempio escludendo dai portafogli di investimento settori specifici come la produzione di carne suina. Un altro aspetto specifico dell'attività bancaria islamica è l'abbandono del mercato a reddito fisso, poiché non è consentito ricevere e pagare tassi di interesse. Inoltre, un crescente movimento ambientalista ha sollevato le sue preoccupazioni. Più di recente, le convinzioni etiche e sociali personali sono diventate più importanti. Ad esempio, il Pax World Fund è stato fondato per vietare gli investimenti nella produzione di armi, a causa della guerra del Vietnam. Altri fondi hanno escluso gli investimenti in Sudafrica durante il regime di apartheid. Chernobyl e il disastro della Exxon Valdez hanno aumentato la consapevolezza delle conseguenze ambientali negative, influenzando così le abitudini di investimento. Inizialmente le decisioni di investimento seguivano un semplice triangolo che comprendeva liquidità, rischio e rendimento. Oggi un numero crescente di investitori utilizza il quadrato magico: liquidità, rischio, rendimento e sostenibilità. Questo può essere visto come un miglioramento dell'homo economicus neoclassico, che è guidato solo dall'economia.

Nell'attuale letteratura accademica c'è molta eterogeneità riguardo alla terminologia concordata per i movimenti sopra citati. Ciononostante, gli studiosi hanno cercato di trovare una terminologia appropriata. I termini tipici utilizzati sono SRI, investimento etico o

¹¹⁵ VON WALLIS, M., e KLEIN, C., (2015). Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing. Business Research

investimento basato sul valore. L'investimento etico è il termine più antico, che sta lentamente venendo sostituito dall'ISR. Sebbene i termini non siano coerenti nella letteratura accademica, Sandberg trova che le definizioni di SRI siano coerenti nel senso che si tratta dell'integrazione di alcune preoccupazioni non finanziarie, come quelle etiche, sociali o ambientali, nel processo di investimento. Il presente documento segue la più ampia maggioranza delle ricerche e utilizza il termine SRI. Mentre questo termine definisce il compito attivo di investire in modo SR, il termine responsabilità sociale d'impresa (RSI) è utilizzato nella letteratura accademica per descrivere il comportamento etico e responsabile di un'azienda. Descrive le aziende che integrano temi sociali ed ecologici nella loro governance aziendale. La filosofia alla base dell'SRI¹¹⁶ è che le decisioni di investimento tengano conto di considerazioni sia finanziarie che non finanziarie, con un'attenzione particolare alle questioni non finanziarie, preoccupazioni etiche, ambientali e morali. La procedura abituale per la creazione di un portafoglio socialmente responsabile consiste nel partire dall'universo degli investimenti per poi applicare un processo di screening, utilizzando criteri non finanziari, per determinare quali investimenti sono accettabili in termini di preferenze etiche, sociali, religiose o di altro tipo di dell'investitore. In genere si applicano due tipi di screening. In primo luogo, si applicano schermi negativi o di esclusione, che escludono le imprese coinvolte in prodotti o processi considerati indesiderabili, come ad esempio le imprese coinvolte nella produzione di armamenti, alcol o tabacco; le imprese che inquinano; o le imprese impegnate in pubblicità offensive e che praticano crudeltà sugli animali. In secondo luogo, si applicano schermi positivi o inclusivi che cercano di includere le imprese coinvolte in processi o prodotti desiderabili. In questo caso, ad esempio, verrebbero incluse le imprese che sono attente all'ambiente, che hanno politiche di assunzione progressiste, che sono cittadini d'impresa responsabili, che hanno un buon curriculum in materia di diritti umani o che hanno buone relazioni di lavoro¹¹⁷. Questi ultimi sono schermi che le aziende possono fallire, ma anche schermi che possono essere utilizzati per identificare le aziende meritevoli. Inoltre, le ultime generazioni di fondi socialmente responsabili puntano su quelli che sono noti come schermi best-in-class. Questo approccio è simile agli schermi positivi, ma gli schermi positivi devono essere valutati all'interno di ciascun settore, in quanto le aziende devono affrontare le stesse sfide sociali e ambientali dei loro concorrenti.

¹¹⁶ WEBER, O., e ANG RONG, W., 2016. The performance, volatility, persistence and downside risk characteristics of sustainable investments in emerging market. *Oxford Journal of Finance and Risk Perspectives*

¹¹⁷ GOMEZ-BEZARES, F., MUNOZ, F., e VARGAS, M., 2013. The cost of benefit of socially responsible investment. *Harvard Deusto Business Research*

Nella letteratura finanziaria si discute se l'incorporazione di questi schermi sociali nel processo di stock picking del gestore comporti la creazione o la distruzione di rendimento finanziario. La letteratura finanziaria parte da tre presupposti¹¹⁸:

- che il mercato incorpori le informazioni in modo rapido ed efficiente,
- che i rendimenti osservati su un portafoglio riflettano un'equa compensazione per il rischio assunto e
- che il portafoglio ottimale sia un portafoglio efficientemente diversificato.

Queste idee suggeriscono che l'ISR, che consiste intrinsecamente in un sottoinsieme dell'intero universo di investimento, dovrebbe subire una penalizzazione finanziaria perché omette attività che potrebbero contribuire ad aumentare il rendimento del portafoglio. Inoltre, il processo di compilazione dei dati sulle attività sociali delle aziende e la loro classificazione possono essere costosi e quindi ridurre i rendimenti. In altre parole, secondo la moderna teoria di portafoglio, una restrizione della responsabilità sociale comporta un costo sotto forma di una minore compensazione per il rischio assunto, che può essere visto come un contributo alla causa. Tuttavia, se il costo è superiore a quello che può essere teoricamente giustificato dalla restrizione di responsabilità sociale, allora il costo aggiuntivo è il risultato di una capacità di gestione perversa. Un tale costo sarebbe inutile e non potrebbe essere giustificato da alcuna ideologia. In questo articolo, quindi, cerchiamo di determinare questo costo e se sia dovuto o meno a una cattiva gestione, esaminando la natura del costo dell'ISR. Tuttavia, esistono anche argomenti a favore di una migliore performance degli ISR, ovvero che i fondi etici sono solo un'altra categoria di fondi d'investimento e offrono gli stessi vantaggi di diversificazione degli altri fondi. Essendo un prodotto d'investimento specializzato, i loro gestori cercano di battere i benchmark tradizionali utilizzando le loro decisioni di stock picking o di market timing. I gestori di fondi etici possono essere più bravi dei gestori di fondi convenzionali nella scelta di titoli sottovalutati e nell'allocazione tempestiva della liquidità, in quanto lavorano con un universo d'investimento più ristretto, che consente loro di conoscere più a fondo le società che rientrano nel loro sottoinsieme di opportunità. I difensori dell'ISR sottolineano anche che la performance sociale di un'azienda può essere determinante per i risultati finanziari a lungo termine. Questo aspetto può essere trascurato dagli investitori che devono effettuare valutazioni a breve termine. Man mano che il mercato corregge i suoi errori di valutazione della responsabilità sociale d'impresa, il prezzo dei titoli responsabili sociali relativamente

¹¹⁸ GOMEZ-BEZARES, F., MUNOZ, F., e VARGAS, M., 2013. The cost of benefit of socially responsible investment. Harvard Deusto Business Research

sottovalutati verrebbe corretto verso l'alto, ottenendo così rendimenti positivi. D'altro canto, i gestori di fondi etici operano in un universo d'investimento più ristretto, dove potrebbero esserci meno titoli sottovalutati in termini assoluti. Inoltre, i fondi etici hanno un costo inferiore.

Lo scopo degli indicatori di impatto sociale è quello di evidenziare i risultati raggiunti dall'organizzazione, come risultato delle sue attività¹¹⁹. Il modo migliore per definire l'impatto sociale è raccogliere indicatori che facciano riferimento alla teoria del cambiamento dell'organizzazione: guardare a come cambia la vita delle persone. Questi indicatori dovrebbero delineare i risultati e i cambiamenti corrispondenti che la banca etica si propone di raggiungere attraverso le sue attività principali e di supporto.

Nel caso della banca etica, per molto tempo è stato sufficiente presentare casi esemplari per sostenere l'idea della creazione di valore sociale¹²⁰. Tuttavia, la crescita del numero di clienti e il crescente coinvolgimento degli stakeholder hanno sollevato la questione critica di verificare l'impatto in modo più tangibile. Finora non esiste un metodo rigoroso per misurare l'impatto sociale di un'impresa etica. È stata sviluppata una serie di indicatori di impatto sociale per le attività complessive della banca. Tuttavia, esistono indicatori di impatto sociale con obiettivi simili, quindi in questo capitolo ne verranno analizzati alcuni per scoprire in che misura possono essere utilizzati. Attraverso la revisione della letteratura, sono stati applicati diversi criteri per selezionare una serie di indicatori. In particolare, lo studio della European Venture Philanthropy Association, EVPA, "A Practical Guide to Impact Measurement" (2013)¹²¹ ha sollevato un ampio consenso sulla necessità di seguire un processo per selezionare indicatori di risultato. La scelta di un buon indicatore deve considerare quattro aspetti:

- L'indicatore dovrebbe essere generalmente allineato con la missione dell'organizzazione, anche se se è stato identificato un potenziale risultato non voluto, gli indicatori rilevanti per questo risultato potrebbero non essere allineati con lo scopo dell'organizzazione;
- dovrebbe essere "SMART", acronimo di Specific, Measurable, Achievable, Relevant and Time scaled;

¹¹⁹ PEDRINI, M. et al., 2021. Review of impact assessment methodologies Review of impact assessment methodologies for ethical finance. European Federation of Ethical and Alternative Banks and Finance Companies,

¹²⁰ PEDRINI, M. et al., 2021. Review of impact assessment methodologies Review of impact assessment methodologies for ethical finance. European Federation of Ethical and Alternative Banks and Finance Companies,

¹²¹ PEDRINI, M. et al., 2021. Review of impact assessment methodologies Review of impact assessment methodologies for ethical finance. European Federation of Ethical and Alternative Banks and Finance Companies.

- deve essere chiaramente definito in modo da poter essere misurato in modo affidabile e idealmente comparabile con quelli utilizzati da altri;
- è consigliabile utilizzare più di un indicatore, con preferenza per due o tre.

La letteratura sugli indicatori di impatto sociale distingue tra gli indicatori identificati dagli esperti (approccio top-down) e quelli identificati dai membri della comunità (approccio bottom-up). Questa distinzione può anche essere descritta come competenza esterna e competenza interna. Il presente studio supera questa distinzione con un approccio ibrido alla selezione degli indicatori, in base al quale i ricercatori identificano categorie generali di indicatori importanti per la misurazione dell'impatto sociale nelle banche etiche. In base a questi criteri, l'analisi esamina i casi aziendali delle banche etiche sia dalla letteratura accademica che da quella pratica e sviluppa elenchi di indicatori che contribuirebbero allo sviluppo di metriche e metodologie per le attività delle banche etiche. Data l'ampia letteratura e le pratiche di misurazione dell'impatto sociale sui progetti di prestito, la revisione si concentra specificamente su questo settore, offrendo poi alcune ipotesi sulla matrice di impatto sociale per altri settori.

I risultati sono catalogati in base a¹²²:

- Dominio: intera organizzazione o singolo settore di investimento;
- Categoria: Impatto interno/Staffing (benefici che si realizzano all'interno della struttura organizzativa della banca cliente), Impatto utente/cliente (indicatori che misurano il cambiamento sociale generato dalle attività delle organizzazioni fondate sui loro clienti), Collettivo (i macroindicatori, che coprono le azioni che beneficiano la comunità e la regione) ;
- Tipo: Economico, sociale, ambientale;
- Nome: breve descrizione del risultato.

Per ogni indicatore viene fornita una serie di informazioni:

- Descrizione: indicatore di breve spiegazione;
- Quantitativo o Narrativo: i dati richiesti sono numerici o narrativi;
- Unità di misura: i dati sono presentati come numeri, indici di aumento o diminuzione, medie, valori monetari, percentuali;
- Fonte dell'indicatore: fonte di informazione o di calcolo correlata.

¹²² PEDRINI, M. et al., 2021. Review of impact assessment methodologies Review of impact assessment methodologies for ethical finance. European Federation of Ethical and Alternative Banks and Finance Companies,

Mentre le consultazioni pubbliche sui pacchetti proposti sono ancora in corso, sono state sollevate preoccupazioni da organizzazioni di categoria come la European Fund and Asset Manager Association (EFAMA, 2016)¹²³. Quest'ultima, pur sostenendo l'obiettivo di migliorare l'informativa sui fattori ESG e la proposta di una tassonomia UE, raccomanda la flessibilità per consentire l'innovazione e gli sviluppi guidati dai clienti. L'EFAMA considera l'ISR come un settore giovane, innovativo e ancora in via di sviluppo, che non può essere catturato da un unico regime. Pertanto, sostiene che un approccio legislativo prescrittivo, a differenza di un approccio basato sul mercato o sull'autoregolamentazione, creerà barriere indesiderate allo sviluppo del mercato. Inoltre, sostiene che la rendicontazione ESG dovrebbe essere un'attività del proprietario degli asset, piuttosto che dell'investitore fiduciario. Lo stesso consiglio di evitare regolamenti inflessibili o eccessivamente prescrittivi è stato espresso dal Securities and Markets Stakeholder Group (SMSG). Per quanto riguarda la proposta di modifica dei mandati delle ESA, alcune organizzazioni non governative, come Finance Watch e ShareAction, hanno espresso un giudizio negativo, sostenendo che la versione definitiva della legislazione dovrebbe specificare un chiaro mandato - compiti e poteri - per le autorità di vigilanza europee, affinché svolgano analisi su base europea dei fattori ESG e delle considerazioni ESG nei loro ruoli. Inoltre, il Parlamento europeo ha criticato la proposta della Commissione, in quanto l'approccio scelto per la riforma delle ESA non sarebbe in linea con la valutazione d'impatto condotta in precedenza dalla Commissione sull'argomento. Per quanto riguarda la Direttiva IORP II, vale la pena notare che, pur includendo diverse nuove disposizioni ESG relative ad aree come la gestione del rischio, non richiede l'integrazione dei criteri ESG nelle decisioni di investimento. Tuttavia, il 24 luglio 2018 la Commissione europea ha chiesto formalmente all'EIOPA e all'ESMA di fornire una consulenza tecnica (comprendente un'analisi costi-benefici) su due atti delegati volti a incorporare i rischi di sostenibilità (ossia i rischi ESG) nelle decisioni prese e nei processi applicati dai partecipanti ai mercati finanziari soggetti a tali norme¹²⁴. Il 3 maggio 2019, l'EIOPA ha presentato il proprio parere alla Commissione europea affermando che la sostenibilità è un'area di significativa importanza strategica. Di conseguenza, l'EIOPA sostiene fortemente il Piano d'azione per la finanza sostenibile della Commissione europea, compreso l'obiettivo di integrare le considerazioni sulla sostenibilità nel quadro prudenziale e di condotta per gli assicuratori, i riassicuratori e i distributori di assicurazioni.

¹²³ MARTINI, A., 2021. Socially responsible investing: from the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union. Environment, Development and Sustainability

¹²⁴ MARTINI, A., 2021. Socially responsible investing: from the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union. Environment, Development and Sustainability

Alcuni Stati membri e associazioni (come PensionsEurope, che rappresenta le associazioni nazionali di fondi pensione e istituzioni analoghe per le pensioni sul posto di lavoro) hanno chiesto che il concetto di atto delegato sia eliminato dalla proposta di modifica della Direttiva IORP II, poiché temono che le modifiche apportate tramite atti delegati si traducano in norme prescrittive senza alcuna possibilità di attuazione nazionale. Inoltre, si oppongono alla possibilità che attraverso gli atti delegati venga emanato lo stesso insieme di norme sia per le imprese di assicurazione che per i fondi pensione. Inoltre, si sono espressi contro le modifiche allo IORP II in quanto la direttiva, all'epoca, era ancora in fase di attuazione. Nel novembre 2018, la commissione Affari economici e monetari del Parlamento europeo ha deciso di autorizzare gli atti delegati nell'ambito dell'emendamento IORP II, mentre nel dicembre 2018 il Consiglio dell'UE ha abbandonato il contestato emendamento alla direttiva IORP II che consentiva gli atti delegati. Inoltre, i testi del Consiglio e del Parlamento hanno definizioni diverse dei rischi di sostenibilità¹²⁵. Secondo PensionsEurope, la definizione di quest'ultimo mira addirittura a imporre ai regimi pensionistici di tenere conto delle esternalità nelle decisioni di investimento. L'accordo del Consiglio sulla proposta di divulgazione (e sulla proposta della Commissione relativa ai parametri di riferimento per le autovetture a basso consumo) implica, in ogni caso, che i negoziati tra il Parlamento e il Consiglio, con la Commissione in veste di arbitro, possono iniziare. Di fatto, la legislazione finale in materia di finanza sostenibile dipenderà da tali negoziati, con la Presidenza del Consiglio e il Parlamento che decideranno la data di inizio. Come commento finale, pur ritenendo che alcune preoccupazioni emerse dagli investitori istituzionali siano fondate e necessitino di un'attenta considerazione, crediamo che le iniziative intraprese dall'Unione Europea vadano nella giusta direzione. Da un lato, le sfide della sostenibilità sociale e ambientale richiedono urgentemente interventi rapidi e decisivi per migliorare il benessere della società europea; dall'altro, il successo di queste proposte normative, pur suscettibili di possibili miglioramenti, può rappresentare un punto di riferimento per le altre giurisdizioni e per le generazioni future.

2.3. Il rischio di greenwashing e altri ostacoli

A partire dalla metà degli anni Sessanta, diverse aziende si sono rese conto dei potenziali vantaggi di associare i loro marchi a temi ambientali, a tal punto che un importante giornalista

¹²⁵ MARTINI, A., 2021. Socially responsible investing: from the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union. Environment, Development and Sustainability

americano, Jerry Mander, ha coniato il termine *ecopornography*¹²⁶ per descrivere gli incessanti tentativi di utilizzare i temi ambientali solo a fini commerciali.

Inoltre, dal punto di vista della comunicazione, la Corporate Social Responsibility è stata inizialmente presentata come un'iniziativa di comunicazione, volta a manipolare l'immagine di un'azienda e a collegarla alla sostenibilità per ottenere un effetto positivo. A partire dai primi anni '80, le questioni ambientali, come il buco dell'ozono, hanno iniziato ad essere oggetto di attenzione sociale. Parallelamente all'attenzione sociale per questioni ambientali, si sono diffuse rapidamente campagne pubblicitarie "verdi"¹²⁷. È in questo periodo che il termine *greenwashing* è stato coniato dall'ambientalista newyorkese Jay Westervelt.

Westervelt, in un saggio pubblicato nel 1986, criticava la pratica diffusa nel settore alberghiero di mettere in ogni camera una "carta verde" con lo slogan "salviamo il pianeta" e di incoraggiare il riutilizzo degli asciugamani, senza che le aziende stesse dimostrassero il loro impegno per la tutela dell'ambiente (ad esempio, programmi per ridurre il consumo energetico).

La sostenibilità aziendale, negli ultimi anni, si è insediata sempre di più nel mercato e nelle imprese. Tra queste vi è la pratica delle "norms-based screening"¹²⁸, che coinvolge patrimoni complessivi di diverse migliaia di miliardi di dollari.

Lo "screening basato sulle norme" si riferisce alla conformità di un'azienda a uno o più standard internazionali, i cui requisiti non sono particolarmente stringenti. Lo stesso fenomeno si osserva nelle strategie di esclusione. La semplice applicazione di un singolo criterio discriminatorio per escludere una categoria di aziende da un portafoglio può essere definita come investimento responsabile. In altre parole, può essere definito "responsabile" anche un portafoglio che esclude deliberatamente le imprese armate e include tutte le altre, comprese quelle che non rispettano l'ambiente o i diritti umani.

Il Greenwashing può fare riferimento a qualsiasi tipo di prodotto collocato in qualsiasi tipo di mercato (ad esempio può essere presente nel settore del food e/o nel settore dell'energia). Questo comportamento si manifesta attraverso le azioni adottate e gli impegni intrapresi dall'azienda.

¹²⁶ VOLLERO, A., 2013. Il rischio di greenwashing nella comunicazione per la sostenibilità: implicazioni manageriali. *Italian Journal of Management*, p.6

¹²⁷ VOLLERO, A., 2013. Il rischio di greenwashing nella comunicazione per la sostenibilità: implicazioni manageriali. *Italian Journal of Management*, p.6

¹²⁸ CAVALLITO, M., ISONIO, E., e MEGGIOLARO, M., 2017. La finanza etica e sostenibile in Europa. Pergine Valsugana: Arti Grafiche, p.71

Per quanto riguarda il settore finanziario¹²⁹, l’Autorità europea degli strumenti e dei mercati finanziari (ESMA o European Securities and Markets Authority) definisce il greenwashing come una pratica aziendale che fa riferimento alla sostenibilità (attraverso ad esempio a strumenti o a prodotti finanziari utilizzati, oppure ad emittenti a cui si riferisce il business), senza considerare minimamente i rischi e gli impatti dell’azienda stessa, quindi senza adottare un reale impegno sostenibile.

L’ESMA osserva¹³⁰ che il greenwashing compromette l’operato degli investitori che cercano di stanziare risorse in operazioni sostenibili. Informazioni non veritiere o non verificabili sul profilo di sostenibilità possono equivalere a false dichiarazioni o a pratiche di vendita e di prezzo scorrette. Il greenwashing può presentarsi in qualsiasi momento nella catena del valore dell’investimento, addirittura potrebbe verificarsi ancor prima dell’inizio effettivo dell’attività economica. Ad esempio, ciò che dichiara l’emittente sui criteri ESG applicati nelle attività economiche, può non essere veritiero. Inoltre, la quantità e la qualità dei dati considerati, possono essere fuorvianti nello scopo di analizzare accuratamente la società di investimento in termini di sostenibilità. Questo fenomeno risulta essere un rischio a tutti gli effetti per la credibilità del mercato finanziario, in quanto l’interesse per i temi sulla sostenibilità è cresciuto fortemente, dunque può creare scetticismo nei confronti della sostenibilità e degli aspetti ESG.

Per cercare di contrastare questo fenomeno l’Unione Europea ha istituito dei regolamenti e delle direttive per poter aumentare la trasparenza sui temi ESG, aumentando la qualità e la disponibilità dei dati.

Le principali normative sono ad esempio attraverso il Regolamento UE 2020/852 (Tassonomia delle attività economiche e sostenibili), il Regolamento UE n.2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation).

È possibile trovare un approfondimento sulle tematiche normative nel capitolo 1.3.

In aggiunta alle normative europee, esistono delle linee guida che le aziende e gli attori che operano all’interno della finanza sostenibile possono attuare per prevenire e contrastare il greenwashing. In primo luogo, per definirsi "sostenibili" è necessario intervenire profondamente sulla cultura aziendale e nei processi produttivi. In secondo luogo, è

¹²⁹ Forum per la Finanza Sostenibile, 2022. Greenwashing e finanza sostenibile: rischi e risorse di contrasto, Forum per la Finanza Sostenibile [online], 8 novembre. Disponibile su <https://finanzasostenibile.it/attivita/paper-greenwashing-ita/>

¹³⁰ Forum per la Finanza Sostenibile, 2022. Greenwashing e finanza sostenibile: rischi e risorse di contrasto, Forum per la Finanza Sostenibile [online], 8 novembre. Disponibile su <https://finanzasostenibile.it/attivita/paper-greenwashing-ita/>

fondamentale che le aziende forniscano informazioni sulle loro azioni quanto più trasparenti possibile e predisporre solide politiche di sostenibilità, per trasmettere sicurezza sulla comunicazione esterna. La **trasparenza**, dunque, è l'elemento fondamentale per contrastare il fenomeno del greenwashing. Le comunicazioni devono essere efficaci, ma anche corrette, veritiere e verificabili. Infine, per aumentare i risultati ottenuti dall'applicazione dei criteri ESG a tutti i livelli, è importante che ci sia un dialogo con gli stakeholder. Ad esempio, dovrebbe esserci un dialogo costante tra gli stakeholder della finanza sostenibile e le società in portafoglio o le organizzazioni esterne, questo perché il dialogo permette di raccogliere informazioni, chiarire in caso di incomprensioni e, in ultima analisi, incoraggiare comportamenti più corretti dal punto di vista dei criteri ESG.

Il compito più difficile è quindi la **gestione strategica della comunicazione**¹³¹ della sostenibilità. Come indicato nelle determinanti, muoversi verso il coinvolgimento degli stakeholder e la condivisione delle proprie strategie, implica mettere in discussione pratiche organizzative e processi aziendali integrati, orientare e innovare la costruzione della propria identità e dei propri comportamenti responsabili attraverso il coinvolgimento attivo degli stakeholder. All'interno dell'organizzazione, i principi di base dell'approccio alla sostenibilità devono essere arricchiti, condivisi e diffusi. Attraverso un efficace coinvolgimento degli stakeholder, le rappresentanze pubbliche possono essere coinvolte nelle attività di comunicazione e nella definizione delle priorità decisionali, contribuendo alla creazione di programmi di CSR realmente radicati nei principi della sostenibilità.

In questo modo si riduce la separazione tra le prestazioni percepite dai vari stakeholder e si evitano le accuse di greenwashing. D'altra parte, dal punto di vista del management, è fondamentale esprimere l'impegno per la sostenibilità conformandosi alle norme di una comunicazione veritiera, completa e trasparente. Una chiara divulgazione delle performance, dei dati di supporto accurati e dei certificati da terze parti e una comunicazione attenta con un linguaggio semplice possono contribuire a ridurre il rischio di greenwashing. L'uso di fonti non aziendali nelle comunicazioni, con l'avallo di terzi indipendenti che forniscono informazioni accurate sulla sostenibilità dei processi aziendali, può contribuire a ridurre lo scetticismo degli stakeholder e ad aumentare la credibilità del messaggio. Inoltre, l'uso di strumenti basati su un approccio multi-a-molti, come i social media, può facilitare le attività di sensibilizzazione (ad esempio, il coinvolgimento dei clienti per incoraggiare i suggerimenti degli utenti su temi sostenibili), ridurre la distanza tra le parti coinvolte e aumentare la

¹³¹ VOLLERO, A., 2013. Il rischio di greenwashing nella comunicazione per la sostenibilità: implicazioni manageriali. Italian Journal of Management

credibilità del messaggio. In definitiva, la conoscenza dei fattori chiave che determinano il rischio di greenwashing può essere utile per identificare una serie di principi e pratiche operative che possono neutralizzare o almeno mitigare questo rischio. Evitare il rischio di greenwashing significa intendere la comunicazione della sostenibilità non come una semplice tecnica di comunicazione, ma come un approccio per anticipare le valutazioni positive delle attività dell'azienda da parte degli stakeholder, da cui trarre motivazione e risorse, e per rinnovare continuamente la propria immagine.

Il greenwashing, dunque, può presentarsi in qualsiasi forma di prodotto ed essere presente in qualsiasi mercato, è quindi un fenomeno che danneggia sia gli investitori e sia i principi della finanza sostenibile. Per contrastarlo è fondamentale adottare una comunicazione trasparente tra aziende e stakeholder, dimostrando l'applicazione delle normative europee e nazionali (volte anche alla limitazione dei rischi per l'applicazione dei criteri ESG) e valorizzando le metodologie di misurazione dei KPI utilizzati e gli obiettivi di sostenibilità che si intende raggiungere. Infine, per il settore finanziario, l'impegno dei proprietari e dei gestori di patrimoni è essenziale per prevenire e combattere il greenwashing. I primi sono responsabili della definizione di politiche di investimento sostenibili e della guida e del monitoraggio delle operazioni dei gestori patrimoniali. L'asset manager deve garantire che la politica di investimento sia attuata correttamente e che siano in vigore procedure e controlli sugli aspetti ESG. Infine, i gestori patrimoniali sono tenuti a progettare, classificare e commercializzare i prodotti finanziari in modo da riflettere accuratamente gli obiettivi di investimento.

CAPITOLO III

Nuove forme di investimento sostenibile: le foreste

Qual è l'impatto dell'integrazione dei criteri ESG all'interno delle economie aziendali e nazionali? Esistono due principali filoni di pensiero: in misura minore, studi che sostengono una connotazione negativa tra l'applicazione degli ESG e la crescita economica e un altro filo (sostenuto da più ricercatori) che dimostrano una relazione positiva tra l'applicazione dei parametri e la crescita positiva del PIL pro capite. È stata valutata principalmente la differenza dell'incidenza nel breve e nel lungo periodo. Inoltre, sarà possibile comprendere concretamente in cosa consiste l'investimento nell'asset class forestale. Oltre ad un investimento azionario in società già operanti nel business, è possibile effettuare investimenti anche in fondi comuni che si occupano della gestione e manutenzione delle aree boschive. Sarà possibile consultare i diversi aspetti, quali: le motivazioni legate a questo tipo di investimento, i costi che comporta e soprattutto i limiti connessi.

Sommario: 3.1. Investimento sostenibile: valutazione macroeconomica – 3.2. Investire nelle foreste: cosa vuol dire

3.1. Investimento sostenibile: valutazione macroeconomica

Negli ultimi anni, la misurazione e la valutazione delle aziende sulla base di fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) è diventata sempre più comune nell'intero settore finanziario e non solo. L'Accordo sul clima di Parigi e gli Obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG) delle Nazioni Unite, entrambi adottati nel 2015, hanno agito da catalizzatori per una maggiore adozione e monitoraggio di pratiche aziendali sostenibili. Iniziative come i Principi per l'investimento responsabile delle Nazioni Unite (UN PRI), lanciati nel 2007, hanno sensibilizzato le aziende a considerare le politiche e le questioni ESG come un aspetto del business o della gestione del rischio distinto dagli sforzi generali di responsabilità sociale d'impresa (CSR). Un gran numero di aziende ha iniziato a implementare politiche interne su temi ESG chiave, come la divulgazione trasparente di impatti e rischi, la misurazione dell'impatto ESG, la raccolta di dati e un'adeguata rendicontazione, ad esempio tramite rapporti annuali integrati o rapporti di sostenibilità separati. Gli sforzi esterni per misurare e monitorare le prestazioni ESG delle aziende sono proliferati, sia attraverso il lavoro delle agenzie di rating che si sono estese ai punteggi ESG, sia attraverso iniziative come il Carbon

Disclosure Project (CDP), che utilizza indagini annuali per monitorare gli sforzi di oltre 7.000 aziende in aree come il cambiamento climatico e la gestione delle acque¹³².

L'impatto di questo tipo di sforzi sulla performance a livello aziendale è stato ben documentato. Diversi studi hanno rilevato che le imprese che hanno **migliorato i propri risultati ESG**, ad esempio riducendo le emissioni di carbonio, promuovendo la diversità di genere e razziale o impegnandosi attivamente con le comunità in cui operano, nella maggior parte dei casi hanno registrato un valore aziendale più elevato, migliori rating creditizi, maggiore produttività, maggiore competitività e **performance finanziarie complessivamente più elevate**. Inoltre, numerosi studi, relazioni e saggi hanno cercato di esaminare i legami tra la legislazione ambientale o sociale e la performance a livello di impresa e come i fattori macroeconomici influenzino la volontà e la capacità delle singole imprese di adottare politiche interne allineate ai principi ESG.

Un'area che è stata oggetto di molte meno ricerche è la **potenziale influenza** che l'**adozione di pratiche ESG** a livello di impresa potrebbe avere sulla **performance a livello** di Paese, cioè **macroeconomico**. Diversi studi teorici hanno sostenuto concettualmente che l'adozione di pratiche ESG potrebbe influenzare la macroeconomia sulla base dell'ipotesi di Porter, secondo la quale l'implementazione di pratiche ESG a livello aziendale migliora la competitività economica e/o la produttività. Espandendo questa nozione, i guadagni di produttività e di competitività si basano su una teoria economica consolidata, che in ultima analisi si traduce in una crescita economica netta più forte¹³³.

La capacità del Paese di salvaguardare i bisogni delle generazioni future attraverso la protezione dell'ambiente e la promozione di una più ampia gamma di obiettivi sociali e di governance, la cosiddetta “performance ESG del Paese”, è stata indicata come causa di differenze nella crescita economica tra i Paesi. Più precisamente, i Paesi che hanno una buona performance ESG otterrebbero una crescita economica più elevata (promuovendo un uso più efficiente delle risorse naturali, un'attuazione più produttiva e rapida delle politiche sociali ed economiche). Ad esempio, le ricerche sulla performance ambientale, derivanti dalla teoria della crescita verde, sostengono un punto di vista a favore di una relazione positiva tra performance ambientale e crescita economica¹³⁴.

¹³² ZHOU, X. et al., 2020. The effect of firm-level ESG practices on macroeconomic performance. Oxford Sustainable Finance Programme

¹³³ ZHOU, X. et al., 2020. The effect of firm-level ESG practices on macroeconomic performance. Oxford Sustainable Finance Programme

¹³⁴ DIAYE, M., HO, S., e OUEGHLISSI, R., 2021. ESG performance and economic growth: a panel co-integration analysis. *Empirica*, February

Tuttavia, nonostante il ruolo dei fattori ESG sia ben riconosciuto, l'evidenza dei lavori empirici non è sempre a favore del suo effetto positivo sulla crescita. Infatti, mentre un gruppo di lavori presenta prove empiriche che una buona performance ESG stimola la crescita economica, un altro gruppo di lavori mette in dubbio l'effetto positivo della performance ESG. In genere, sostengono che la performance ESG potrebbe ostacolare la crescita. Le argomentazioni a favore del legame negativo tra ESG e crescita economica possono essere classificate in due gruppi:

- Il primo si rifà alla **teoria della “decrescita”** e sostiene che il raggiungimento di obiettivi e politiche ESG può favorire un ridimensionamento dei consumi e della produzione, che implica una contrazione della crescita economica¹³⁵. Ad esempio, secondo questa letteratura, la produzione di beni e servizi richiede energia; pertanto, la riduzione dell'uso di energia o il passaggio a forme di energia a più alto costo minaccia necessariamente di ridurre la crescita della produzione economica.
- Il secondo gruppo di argomentazioni (utilizzate per sostenere un legame negativo tra performance ESG e crescita economica) è legato alla **teoria del confronto sociale**¹³⁶. Essa suggerisce che il confronto sociale, basato sull'esistenza e sulla promozione degli stili di vita delle persone, è stato responsabile delle crisi sociali e ambientali. Le lotte per migliorare il benessere o aumentare la giustizia sociale potrebbero facilmente diventare una fonte di diminuzione della crescita, insieme a molti altri movimenti per la giustizia ambientale. In altre parole, dopo aver implementato estensioni amministrative degli accordi salariali collettivi o delle indennità di disoccupazione, un governo fisserà il costo del lavoro a livelli troppo alti per alcuni datori di lavoro e questo potrebbe danneggiare la concorrenza e la produttività, riducendo di conseguenza la crescita.

Gli studi empirici su questo argomento rimangono comunque notevolmente scarsi e in letteratura non esiste un consenso univoco sulla relazione tra performance ESG dei Paesi e crescita economica.

Le argomentazioni di cui sopra a sostegno dei legami tra fattori ESG e sviluppo economico non hanno fatto una distinzione esplicita tra effetti a breve e a lungo termine. Ciò è tanto più sorprendente in quanto questi studi concludono che le politiche di RSI comportano costi

¹³⁵ DIAYE, M., HO, S., e OUEGHLISSI, R., 2021. ESG performance and economic growth: a panel co-integration analysis. *Empirica*, February

¹³⁶ DIAYE, M., HO, S., e OUEGHLISSI, R., 2021. ESG performance and economic growth: a panel co-integration analysis. *Empirica*, February

irrilevanti per la performance dell'impresa¹³⁷. Ciò è particolarmente vero nel breve periodo, quando una buona performance di RSI implica costi aggiuntivi, anche se i benefici della RSI possono emergere nel lungo periodo. Almeno quattro ragioni possono spiegare la necessità di **distinguere tra effetti di lungo e breve periodo**¹³⁸:

- La prima è legata al fatto che i **fattori ESG** hanno una **natura indiretta e multi-step** che porta a uno sfasamento temporale (cioè l'intervallo di tempo tra l'impulso dei fattori ESG e il loro impatto diretto sulla crescita economica). Questo periodo di tempo, che è un ritardo non economico, è più lungo rispetto a quello economico.
- La seconda ragione è legata alla **natura sostitutiva dell'influenza dei fattori ESG** nei diversi periodi di tempo. Per influenza sostitutiva si intende la possibilità che il legame tra alcuni fattori ESG e la crescita economica sia originato dall'azione di altri fattori ESG. Ad esempio, un cambiamento di regime politico avrà solo un impatto temporaneo sulla crescita, ma il suo potenziale effetto sullo sviluppo sarà persistente se associato alla corruzione, che a sua volta determina la crescita. Sembra quindi importante concentrarsi sugli effetti economici della performance ESG tenendo conto dell'orizzonte temporale.
- La terza ragione è che l'**ESG** può essere considerato un **concetto a lungo termine**, mentre la **crescita economica** è in parte a **breve termine**. Di conseguenza, una regressione classica volta a spiegare la crescita economica dei Paesi (una variabile dipendente a breve termine) con la loro performance ESG (una variabile esplicativa a lungo termine), corre il rischio di non trovare alcuna relazione tra le due variabili. Ad esempio, nella letteratura sull'effetto della CSR sulla performance finanziaria delle imprese, la maggior parte dei lavori è attenta a scegliere una performance finanziaria di lungo periodo.
- La quarta ragione è che, data la sua natura, potrebbe essere **difficile** trovare un **legame** tra **l'implementazione delle politiche ESG** di un particolare Paese nel breve periodo e **l'impatto di questi sforzi**. Su orizzonti temporali più lunghi, questioni di ampio respiro, come le politiche di mitigazione del cambiamento climatico o l'uso e la gestione delle risorse, possono avere impatti significativi sulla stabilità di un Paese e, di conseguenza, influire sulla crescita.

Alla luce di quanto fin ora detto, è stato condotto uno studio empirico nel 2021 dai ricercatori Marc-Arthur Diaye, Sy-Hoa Ho e Rim Oueghliissi, uno studio sull'effetto economico dei

¹³⁷ DIAYE, M., HO, S., e OUEGHLISSI, R., 2021. ESG performance and economic growth: a panel co-integration analysis. *Empirica*, February

¹³⁸ DIAYE, M., HO, S., e OUEGHLISSI, R., 2021. ESG performance and economic growth: a panel co-integration analysis. *Empirica*, February

fattori ESG a livello di Paese, distinguendo tra effetti a lungo e a breve termine. Il lavoro si concentra quindi sull'analisi dei fattori ESG a livello macroeconomico, mentre la letteratura esistente è principalmente orientata al livello microeconomico¹³⁹. Hanno utilizzato dati annuali con un campione di 29 economie dell'OECD nel periodo 1996-2014, trovando prove a sostegno del fatto che, in media, **non esiste una relazione a breve termine tra la crescita delle nazioni (PIL pro capite) e la loro performance ESG**. Tuttavia, **esiste una relazione positiva a lungo termine**. Se si tiene conto dell'eterogeneità delle dinamiche a breve termine per effettuare un'analisi di breve periodo Paese per Paese, si scopre che gli effetti a breve sono positivi e significativi (al livello di significatività del 5%) solo per due paesi: Islanda e Corea del Sud. Per misurare la performance ESG, si sono concentrati sull'indice ESG fornito da Capelle Blancard¹⁴⁰. Questo indice è una misura composita di 18 diversi indicatori ESG provenienti da fornitori non commerciali affidabili e riflette quindi la performance del Paese in termini di questioni ambientali, sociali e di governance. L'indice ESG è originale e insolito, in quanto adotta un approccio quantitativo alle politiche extra-finanziarie di un determinato Paese utilizzando un ampio set di dati. Attraverso questo studio, hanno dimostrato che i fattori ESG sono importanti per spiegare la crescita economica a lungo termine, ovvero che **migliore è la performance ESG di un Paese, migliori sono le sue prospettive di crescita economica a lungo termine**. Pertanto, nel lungo periodo, **politiche ESG solide** possono determinare una **crescita economica forte e sostenibile** in un Paese. Inoltre, fornendo un'analisi dell'impatto della performance ESG sul PIL pro capite, hanno dimostrato una relazione tra fattori non economici e crescita economica, con un'importante distinzione tra cambiamenti a lungo e a breve termine. Tuttavia, questo documento presenta almeno tre limiti:

- In primo luogo, non indagano sui meccanismi attraverso i quali la performance ESG dei Paesi si trasmette alla performance economica. Potrebbe essere interessante esaminare questi meccanismi utilizzando come strumenti moderatori variabili come lo spazio fiscale dei Paesi, il rapporto debito/PIL, il rapporto deficit/imposte, ecc.
- In secondo luogo, la ricerca futura dovrebbe sfruttare le eterogeneità, come le differenze geografiche e culturali, che esistono tra i Paesi e applicare la stima dei dati panel spaziali.
- Infine, sarebbe opportuno includere nell'analisi un maggior numero di Paesi, soprattutto quelli in via di sviluppo, e stimare il modello su un arco temporale molto più lungo. In

¹³⁹ DIAYE, M., HO, S., e OUEGHLISSI, R., 2021. ESG performance and economic growth: a panel co-integration analysis. *Empirica*, February

¹⁴⁰ Professore all'Università di Parigi 1 Panthéon-Sorbonne e ricercatore associato alla Paris School of Business. Dal 2007 al 2009 è stato consulente scientifico del Consiglio francese di analisi economica, un organo consultivo indipendente e apartitico alle dipendenze del Primo Ministro.

questo caso, però, hanno considerato la potenziale esistenza di rotture strutturali che possono verificarsi quando il periodo analizzato è più lungo.

Un altro studio che spiega bene il rapporto tra i fattori ESG e le conseguenze macroeconomiche è stato condotto nel 2020 dall'Oxford Sustainable Finance Programme della Smith School of Enterprise and the Environment dell'Università di Oxford¹⁴¹. In questa ricerca è stato esaminato per la prima volta l'effetto dell'**implementazione ESG a livello aziendale sulla performance macroeconomica** sia nelle economie sviluppate che in quelle emergenti, considerando il periodo 2002-2017.

Nel contesto della globalizzazione, della liberalizzazione economica e della privatizzazione, si è verificato uno spostamento dell'onere della responsabilità dalle istituzioni governative al mondo delle imprese. Il concetto generale di ESG e l'idea che le imprese debbano adottare migliori pratiche ESG hanno acquisito maggiore importanza in quanto le questioni ambientali e di corporate governance hanno spesso portato a perdite ingenti o addirittura all'insolvenza di alcune grandi imprese. La misurazione della performance ESG di un'azienda comprende la considerazione dell'impatto delle attività commerciali e di investimento sull'ambiente e sulla società (per le lettere "E" e "S") e l'esame delle strutture di governance interna dell'azienda (per la lettera "G"). Questi sono sempre più considerati i modi principali per misurare la performance non finanziaria dell'azienda¹⁴². L'azione aziendale sulle questioni ESG è aumentata notevolmente negli ultimi anni.

Nell'ambito del Global Compact delle Nazioni Unite, lanciato nel 2000, 14.429 aziende in più di 160 Paesi, si sono impegnate ad allineare le proprie attività a dieci principi che riguardano i diritti umani, le condizioni di lavoro, la tutela dell'ambiente e le misure anticorruzione. Le **aziende** hanno un **impatto significativo sull'ambiente** e sulla società attraverso la produzione di beni e servizi vitali, ma hanno anche il **potere di influenzare il comportamento dei consumatori**, di investire nell'innovazione e di fare pressione sui governi per ottenere una maggiore azione su questioni importanti. Le catene di fornitura aziendali costituiscono i canali di distribuzione dei prodotti, dal sito o dai siti di origine fino alla consegna al consumatore finale. Le strategie ESG a livello aziendale delle imprese multinazionali possono **innalzare i livelli internazionali di sostenibilità**, implementando

¹⁴¹ Centro di ricerca multidisciplinare che lavora per la ricerca e l'insegnamento sulla finanza e gli investimenti sostenibili. È stato fondato nel 2012 per allineare la teoria e la pratica della finanza e degli investimenti alla sostenibilità ambientale globale.

¹⁴² ZHOU, X. et al., 2020. The effect of firm-level ESG practices on macroeconomic performance. Oxford Sustainable Finance Programme

standard aziendali più elevati, al di là degli standard locali. Le imprese sono quindi fondamentali per avviare il cambiamento su scala globale¹⁴³. Potrebbero anche avere il potenziale per incidere sui livelli nazionali di produttività e competitività?

La comunità degli investitori, in particolare, considera le questioni ESG importanti e, sempre più spesso, finanziariamente “rilevanti” per un portafoglio di investimento. Se questi fattori sono rilevanti per i rendimenti degli investimenti, è probabile che lo siano anche per i rischi e i rendimenti economici su scala nazionale. L'European Center for Corporate Engagement (ECCE) ha rilevato che gli investitori utilizzano più spesso i fattori di corporate governance nei loro processi decisionali. Si potrebbe quindi sostenere che la governance dovrebbe forse essere separata da E e S. In termini di performance sociale, alcuni studiosi hanno riscontrato che le aziende che ottengono buoni risultati in termini di responsabilità sociale d'impresa ottengono anche performance finanziarie più elevate. Inoltre, sostengono che un'impresa che incorpora l'adempimento della responsabilità sociale come parte della pianificazione strategica, può rendersi più attraente per i consumatori e gli investitori, creando così un valore aggiuntivo per i suoi prodotti. Per quanto riguarda l'effetto della corporate governance sulla performance finanziaria, ritengono che una cattiva governance nelle aziende sia solitamente correlata a decisioni di acquisizione sbagliate, riducendo così il valore di mercato di tali imprese.

In contrasto con l'evidenza a favore degli impatti positivi delle pratiche ESG, alcuni ricercatori documentano che l'adozione di ESG può ridurre il valore dell'impresa, in quanto l'adesione a un livello più elevato di standard ESG comporta costi aggiuntivi. Riscontrano una correlazione negativa tra gli indicatori di performance sociale delle imprese e i rendimenti azionari, documentando una relazione negativa significativa tra performance ESG e performance finanziaria, sia singolarmente che in combinazione. Sebbene i risultati della letteratura esistente non siano unanimi, vi è una crescente evidenza che l'ESG abbia un impatto finanziario positivo e non negativo.

Questo studio è stato condotto sviluppando tre ipotesi sul PIL pro capite¹⁴⁴ dei Paesi sviluppati per un periodo di sei anni. Le tre ipotesi elaborate sono¹⁴⁵:

¹⁴³ ZHOU, X. et al., 2020. The effect of firm-level ESG practices on macroeconomic performance. Oxford Sustainable Finance Programme

¹⁴⁴ Poiché è una misura del valore di mercato di tutti i beni e servizi prodotti in un Paese e si può quindi ipotizzare che l'incorporazione di ESG da parte delle aziende di un determinato Paese potrebbe aumentare il PIL.

¹⁴⁵ ZHOU, X. et al., 2020. The effect of firm-level ESG practices on macroeconomic performance. Oxford Sustainable Finance Programme

- Le prestazioni ambientali a livello di impresa influenzano positivamente il PIL pro capite di un paese.
- La performance sociale a livello aziendale influisce positivamente sul PIL pro capite di un paese.
- La performance di governance a livello aziendale influisce positivamente sul PIL pro capite di un paese.

Dall'analisi è emerso che un aumento della performance delle micro-ESG può, in generale, portare a un miglioramento del tenore di vita, misurato dal PIL pro capite¹⁴⁶. È stato analizzato se l'effetto della performance micro-ESG variasse a seconda dei mercati, dimostrando che per i 19 Paesi sviluppati del campione, la performance ambientale e di governance a livello aziendale non ha un effetto statisticamente significativo sulla crescita economica nazionale, mentre la performance sociale a livello aziendale ha un impatto positivo e significativo sul PIL pro capite. Tra le economie emergenti, si è rilevata un'associazione forte e significativa tra tutti e tre i tipi di performance ESG, ovvero ambientale, sociale e di governance, e la crescita economica nazionale. Questi risultati implicano che le politiche ESG delle imprese non sono importanti solo nei Paesi sviluppati (che in genere hanno integrato le politiche ESG in modo più ampio), ma potrebbero migliorare la performance macroeconomica anche nelle economie emergenti. Questo studio aumenta la portata di studi precedenti, fornendo la prima valutazione degli effetti della performance ESG a livello di impresa sulla performance macroeconomica nelle più importanti economie globali. Inoltre, estende il periodo di copertura e la granularità complessiva dei dati¹⁴⁷.

3.2. Investire nelle foreste: cosa vuol dire

L'investimento nell'asset class forestale è **nuovo in Europa**, ma è presente da tempo nei portafogli istituzionali statunitensi ed è caratterizzato dalla capacità di beneficiare delle tendenze macroeconomiche e sociodemografiche e dalla bassa correlazione con altre asset

¹⁴⁶ In linea con lo studio esposto in precedenza, in quanto la ricerca ha illustrato una serie di fattori che impediscono alla RSI a livello microeconomico di estendersi all'economia nazionale, tra cui: la possibilità che i benefici della RSI danneggino le economie nazionali anche se vanno a vantaggio delle singole imprese e le potenziali distorsioni dei flussi commerciali causate dalle pratiche di RSI che portano a nuovi standard e a cambiamenti nelle aspettative dei consumatori o delle imprese. Per questo motivo, gran parte della letteratura tende a sottolineare l'importanza dei fattori a livello macro, quindi a lungo termine.

¹⁴⁷ ZHOU, X. et al., 2020. The effect of firm-level ESG practices on macroeconomic performance. Oxford Sustainable Finance Programme

class, come quelle tradizionali e alternative¹⁴⁸. I beni forestali possono includere terreni adatti alla piantagione di alberi, gli alberi stessi o entrambi. Ad esempio, l'acquisto e la gestione di un frutteto rientrano nell'agricoltura, mentre non tutti gli investimenti che riguardano gli alberi rientrano negli investimenti forestali. Gli alberi possono far parte di foreste naturali oppure possono appartenere a foreste create dall'uomo attraverso la riforestazione ambientale (semina, coltivazione) in aree degradate dalla deforestazione o da uno sfruttamento inappropriato ed eccessivo delle risorse.

L'investimento in terreni boschivi è nato negli Stati Uniti negli anni '70¹⁴⁹, in seguito ai cambiamenti nella struttura dell'industria forestale. Tradizionalmente, le aziende del settore erano caratterizzate da un elevato grado di integrazione verticale e possedevano la maggior parte delle foreste del Paese. La proprietà dei terreni e degli alberi facilitava l'approvvigionamento di legname e forniva una solida risorsa per garantire i prestiti. Gradualmente, queste aziende hanno cambiato i loro modelli di business, cedendo la proprietà delle risorse forestali e concentrandosi su lavorazione, produzione e commercializzazione. L'esperienza delle aziende leader di mercato (ad esempio Kimberly-Clark, James River, Georgia Pacific)¹⁵⁰, ha dimostrato che la proprietà delle foreste non rappresenta più un vantaggio strategico o competitivo rispetto alla possibilità di acquistare dai nuovi proprietari solo la quantità di legname necessaria alla produzione. Nel corso del tempo, il panorama degli investimenti in legname si è costantemente evoluto, attraverso il trasferimento della proprietà forestale dagli investitori produttivi a quelli finanziari. L'interesse degli investitori istituzionali per le foreste è descritto nell'**Employee Retirement Income Security Act (ERISA)**¹⁵¹, approvato negli Stati Uniti nel 1974 e consiste in una **legge** volta a promuovere la **diversificazione dei portafogli** dei fondi pensione privati.

Durante gli anni Ottanta, il fenomeno dell'investimento in foreste si è ampliato fino alla modifica normativa del 1986, in cui è stato introdotto il limite di applicazione di aliquote fiscali favorevoli per le imprese che possedevano asset forestali. Questo evento determinò una cessione consistente delle proprietà boschive verso investimenti fiscalmente più agevolativi. A tale proposito nacque la Real Estate Investment Trust (REIT), persona giuridica (che può essere in forma di società di capitali, associazione o trust), che permette di investire nel settore immobiliare (settore privilegiato per il mercato statunitense)¹⁵².

¹⁴⁸ QUERCI, F., 2022. Le foreste come asset class: vantaggi, limiti e rischi. Bancaria

¹⁴⁹ QUERCI, F., 2022. Le foreste come asset class: vantaggi, limiti e rischi. Bancaria

¹⁵⁰ QUERCI, F., 2022. Le foreste come asset class: vantaggi, limiti e rischi. Bancaria

¹⁵¹ QUERCI, F., 2022. Le foreste come asset class: vantaggi, limiti e rischi. Bancaria

¹⁵² QUERCI, F., 2022. Le foreste come asset class: vantaggi, limiti e rischi. Bancaria

Seppur in misura inferiore e ad andamento lento (in forte ripresa negli ultimi anni), ci fu comunque una continuazione negli investimenti forestali. Essi risultano possibili acquisendo titoli azionari di società operanti nel business e sottoscrivendo quote nei fondi comuni e ETF¹⁵³. Il più grande ETF nel mercato forestale è l'iShares Global Timber & Forestry Etf, amministrato da Blackrock Asset Management, con oltre 311 milioni di dollari¹⁵⁴. Un altro fondo importante si trova in Europa, il Timberland Investment Resources Europe (TIR).

Oltre all'investimento azionario in società operanti nel settore forestale, l'investimento in asset class boschivi può essere raggiunto anche per mezzo dell'emissione di certificati emessi da intermediari finanziari, i quali finanziano personalmente il riassetto delle foreste (riforestazione e preservazione).

I motivi principali dell'investimento in foreste sono¹⁵⁵:

- Questi investimenti sono strettamente legati alla crescita demografica, in quanto il legname è una fonte essenziale di sostentamento economico (abitazioni, imballaggi, filiera cartiera, calore ed energia). L'Onu ha dimostrato che la popolazione è in continua crescita, pertanto, l'investimento in foreste rappresenta un tema importante, legato anche alla sopravvivenza delle popolazioni.
- L'investimento in asset class forestali è rappresentato da performance in continuo miglioramento. È stato dimostrato che negli ultimi trent'anni, le performance degli investimenti forestali sono state superiori a quelle dell'oro. I risultati positivi sono legati sia alla qualità del terreno (che assume un ruolo fondamentale; di conseguenza anche tutte le attività a sostenimento dello stesso), sia dalle attività in cui questi investimenti sono impiegati, come ad esempio: produzione di legname, attività di raccolta dei prodotti boschivi (come oli, bacche e funghi), attività ricreative.
- Scambio di crediti di carbonio, relativi alla diminuzione delle emissioni prodotte dalle industrie (uno degli obiettivi fondamentali nei criteri ESG). Questo obiettivo può essere

¹⁵³ Gli Exchange Traded Funds sono fondi negoziati in borsa (come le normali azioni), i quali possiedono minori commissioni trattamento. Gli ETF si caratterizzano per la loro capacità di replicare fedelmente l'andamento di indici azionari, obbligazionari e di materie prime, ottenendo rendimenti più elevati.

Gli ETF sono stati creati negli Stati Uniti all'inizio degli anni '90 e sono entrati a far parte dei titoli disponibili per gli investitori italiani dal settembre 2002. Da allora, le loro performance sono aumentate, come dimostra la crescita dei volumi di negoziazione e degli asset in gestione, e il numero sempre crescente di ETF che hanno iniziato a negoziare sul mercato ETFplus. I vantaggi sono: la semplicità, la trasparenza, la flessibilità, l'economicità e la minor esposizione ai rischi. | Fonte: Borsa Italiana. *Cos'è un ETF: caratteristiche e vantaggi*. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/cosaeunetf> [Data consultazione: 30/05/2023]

¹⁵⁴ QUERCI, F., 2022. Le foreste come asset class: vantaggi, limiti e rischi. Bancaria

¹⁵⁵ QUERCI, F., 2022. Le foreste come asset class: vantaggi, limiti e rischi. Bancaria

raggiunto sfruttando tali investimenti per la riforestazione, in quanto le superfici boschive, producendo ossigeno, assorbono carbonio, riducendolo sistematicamente.

A tale proposito, nel 2002 la Banca Mondiale ha pubblicato la "Bank Forest Strategy"¹⁵⁶.

La Strategia Forestale del 2002 mira a rallentare la deforestazione e il degrado delle risorse forestali e a migliorare il contributo delle foreste allo sviluppo economico sostenibile ed equo.

La strategia cerca di concentrare l'azione della Banca su tre grandi assi, o "pilastri", strettamente interconnessi:

- **Sfruttare il potenziale delle foreste per ridurre la povertà.** Le foreste sono essenziali per il sostentamento dei poveri delle aree rurali e per le popolazioni vulnerabili che dipendono da esse per la casa e gli strumenti agricoli, i medicinali e l'alimentazione, l'occupazione rurale e il reddito. La Strategia forestale si concentra sulla **creazione di opportunità economiche** e sulla **garanzia dei diritti** di accesso, uso e proprietà, nonché su altre forme di empowerment delle popolazioni rurali, in particolare dei poveri, delle popolazioni indigene e delle comunità dipendenti dalle foreste. Gli **strumenti principali** sono quelli della **politica**, della **riforma legale** e del **rafforzamento delle istituzioni** per garantire il consolidamento dei diritti e sfruttare le opportunità e le vie per la riduzione della povertà, per una maggiore partecipazione dei gruppi emarginati alla formulazione e all'attuazione delle politiche e dei programmi forestali, per la creazione di programmi comunitari autonomi e per l'integrazione delle attività forestali nelle strategie di sviluppo rurale.
- **Integrare le foreste nello sviluppo economico sostenibile.** Le risorse forestali sono ampiamente gestite in modo scorretto perché i mercati non tengono conto dei valori sociali, ambientali ed economici che forniscono. Interventi governativi inadeguati spesso si sommano a questi fallimenti del mercato. Questo pilastro della Strategia forestale si concentra su azioni che aiutano i governi a migliorare le politiche, la gestione economica e la governance del settore, affrontando anche i legami con altri settori e con le riforme politiche a livello economico che hanno un impatto sulle foreste.
- **Proteggere i servizi e i valori ambientali vitali a livello locale e globale.** L'istituzione di aree protette è un elemento essenziale per proteggere la produzione continua di servizi ambientali forestali. La Strategia riconosce che è essenziale migliorare le pratiche di gestione forestale nelle foreste produttive situate al di fuori delle aree protette. Questo pilastro della Strategia affronta i fallimenti del mercato che ostacolano la protezione dei

¹⁵⁶ SIMULA, M., e HERMOSILLA, A., 2007. The World Bank Forest Strategy. Washington: The World Bank

servizi e dei valori ambientali, creando mercati sia per i beni pubblici internazionali, come la biodiversità e la riduzione del carbonio, sia per i servizi ambientali nazionali e locali forniti dalle foreste. Cerca inoltre di garantire che gli investimenti della Banca in altri settori tengano adeguatamente conto dei legami intersettoriali che potrebbero danneggiare le aree protette e gli habitat naturali e che adottino adeguate misure di salvaguardia per migliorarli.

La progettazione e l'attuazione della Forest Strategy rispondono a un ambiente globale in continuo cambiamento e a un contesto di sviluppo in evoluzione che ha posto nuove sfide e aperto nuove opportunità. Ci si rende sempre più conto che le **azioni volte a migliorare la gestione delle risorse forestali** e a massimizzare il loro contributo alla riduzione della povertà, allo sviluppo economico e alla qualità ambientale, sono molto più **complesse** di quanto si pensasse inizialmente e che richiedono una migliore comprensione delle profonde sfide istituzionali e di governance, che sono una condizione per generare impatti coerenti e duraturi¹⁵⁷. Mentre in passato questi obiettivi venivano perseguiti come finalità relativamente indipendenti, è sempre più chiaro che nella pratica le iniziative convergono e che si può **guadagnare molto dalle sinergie create nell'attuazione di strategie coerenti che integrano la conservazione delle foreste** con la riduzione della povertà e l'espansione economica. Ciò pone nuove sfide di governance e sta portando alla sperimentazione di schemi che si basano meno sull'azione diretta del governo e che attribuiscono maggiori responsabilità ai vari attori della società civile e del settore privato¹⁵⁸. La responsabilità della gestione delle foreste naturali viene sempre più spostata al settore privato e alle comunità forestali. I quadri normativi del settore forestale, che in passato si sono basati su pesanti misure governative di "comando e controllo", continueranno probabilmente a essere sostituiti gradualmente da normative che fanno un maggiore uso delle forze di mercato, enfatizzando una maggiore partecipazione al processo decisionale e all'attuazione delle politiche e dei programmi forestali da parte del settore privato, della società civile e di altri stakeholder. La spinta globale verso il decentramento continuerà sicuramente a trasferire poteri decisionali e responsabilità ai livelli di governo locali. Negli ultimi anni il livello di consapevolezza generale degli effetti devastanti del disboscamento illegale, del commercio di prodotti illegali e della diffusione di pratiche di corruzione nel settore forestale è notevolmente aumentato¹⁵⁹. Le misure per migliorare la governance, come l'adozione di quadri politici, legali e

¹⁵⁷ SIMULA, M., e HERMOSILLA, A., 2007. The World Bank Forest Strategy. Washington: The World Bank

¹⁵⁸ SIMULA, M., e HERMOSILLA, A., 2007. The World Bank Forest Strategy. Washington: The World Bank

¹⁵⁹ SIMULA, M., e HERMOSILLA, A., 2007. The World Bank Forest Strategy. Washington: The World Bank

istituzionali riformati, le iniziative commerciali congiunte che coinvolgono sia i Paesi importatori che quelli esportatori, promuovendo un maggiore uso delle tecnologie di tracciamento per monitorare i flussi finanziari e di prodotti, e i metodi per garantire una maggiore trasparenza nei processi decisionali che coinvolgono le risorse forestali, sono tutti elementi che probabilmente acquisteranno forza e dovranno diventare più sofisticati.

Il continuo **aumento degli standard di gestione forestale sostenibile** (Sustainable Forest Management, SFM) è destinato ad **aumentare i costi di produzione delle foreste naturali**.

La gestione delle foreste naturali sarà sempre più mirata alla produzione di molteplici prodotti e servizi, tra cui legno, prodotti forestali non legnosi e vari servizi ambientali e sociali delle foreste. **Meno del 5% delle foreste naturali tropicali è gestito in modo sostenibile:**

aumentare quest'area sarà una delle sfide principali per la comunità internazionale¹⁶⁰. I servizi ambientali sono spesso molto più preziosi della produzione di legname e di prodotti forestali non legnosi, ma in quanto beni pubblici globali o locali non hanno mercati consolidati. Per mantenere questi servizi, è sempre più necessario mettere in atto meccanismi per garantire un'adeguata compensazione ai proprietari e ai gestori delle foreste che li generano. Il ruolo delle foreste negli sforzi globali per mitigare il cambiamento climatico attraverso una combinazione di misure (potenziamento dei serbatoi di carbonio nelle piante in crescita e nelle scorte di prodotti legnosi in uso, deforestazione evitata per ridurre le emissioni di carbonio, sostituzione delle bioenergie con i combustibili fossili e così via) sarà fondamentale a questo proposito, ma anche il ruolo degli altri servizi delle foreste (come la protezione degli spartiacque) acquisterà importanza in futuro. Saranno applicati vari **meccanismi innovativi per mobilitare risorse finanziarie per compensare i produttori di questi servizi**.

La sfida di ottenere **maggiori risorse private** nella **gestione sostenibile delle foreste** sarà superata solo se consideriamo **combinazioni più ampie di flussi di capitali privati e pubblici** in vari tipi di silvicoltura sostenibile e di attività basate sulle foreste; dobbiamo avere una visione paesaggistica o macro dei requisiti della gestione sostenibile delle foreste¹⁶¹. Esistono pochi dati affidabili sugli investimenti privati aggregati nel settore forestale dei Paesi in via di sviluppo. Sappiamo che tutti i tipi di investimenti privati nei Paesi in via di sviluppo sono aumentati piuttosto rapidamente nell'ultimo decennio (con un recente rallentamento del tasso di investimento), mentre l'assistenza ufficiale allo sviluppo (APS)¹⁶² è diminuita. Il

¹⁶⁰ SIMULA, M., e HERMOSILLA, A., 2007. The World Bank Forest Strategy. Washington: The World Bank

¹⁶¹ GREGERSEN, H., e CONTRERAS-GERMOSILLA, A., 2001. Investing in Sustainable Forest Management. Center for International Forestry Research

¹⁶² L'APS è un indicatore chiave utilizzato in quasi tutti gli obiettivi e le valutazioni della performance degli aiuti. Può essere definito come l'insieme dei trasferimenti ufficiali ai Paesi in via di sviluppo o alle

totale degli investimenti privati diretti è passato da 30.000 milioni di dollari nel 1992 a 118.000 milioni di dollari nel 1998, per poi scendere a 98.000 milioni di dollari nel 1999¹⁶³.

Ancora più significativo è il fatto che nel 1992 gli investimenti privati diretti rappresentavano solo il 19% circa del totale dei flussi netti di risorse dai Paesi OCSE/DAC e multilaterali, mentre nel 1999 avevano superato il 50%. Non si sa quale parte di questi investimenti sia destinata alla silvicoltura. Al di là di quanto detto, disponiamo di alcuni studi di caso affidabili da parte dei Paesi, ma di poche informazioni sugli investimenti privati aggregati nelle attività forestali e in particolare nella gestione sostenibile delle foreste.

Nelle attuali condizioni di mercato della maggior parte dei Paesi in via di sviluppo, **la redditività della gestione sostenibile delle foreste non è così elevata** come quella associata alle opzioni di utilizzo non sostenibile delle foreste o agli investimenti in altri settori. Ciononostante, la gestione sostenibile delle foreste di questi Paesi è ancora auspicabile dal punto di vista della società. Come nasce questa discrepanza tra i desideri della società e quelli degli imprenditori privati? In presenza di un ambiente favorevole stabile e attraente, i vincoli fondamentali agli investimenti privati possono essere ricondotti a fallimenti del mercato di vario tipo. I mercati imperfetti o la mancanza di mercati possono portare a livelli socialmente “subottimali” di investimenti privati, o a investimenti nella gestione forestale non sostenibile e nell'estrazione di legname in contrapposizione alla gestione forestale sostenibile. L'incapacità del mercato di generare risultati socialmente desiderabili nella gestione forestale privata avviene principalmente a causa di¹⁶⁴:

- **Mancanza di mercati o mercati imperfetti:** alcuni dei beni e servizi associati alla gestione sostenibile non sono scambiati nei mercati e quindi non forniscono alcun reddito al produttore privato, a meno che i pagamenti non siano effettuati dal governo;
- **Costi più elevati e minori profitti aggiustati per il rischio, associati alla gestione sostenibile delle foreste:** spesso i costi associati alla produzione di output basati sul mercato attraverso la gestione sostenibile delle foreste (compresi i costi di transazione per la certificazione) sono più elevati rispetto agli stessi output derivanti da una gestione non sostenibile delle foreste, ma la compensazione sul mercato attraverso la domanda dei consumatori non è ancora sufficientemente alta per rendere i costi aggiuntivi interessanti su

organizzazioni internazionali coinvolte nella cooperazione allo sviluppo. | Fonte: Aiuto pubblico allo sviluppo, nota tecnica n.4. Ministero delle Economie e delle Finanze www.rgs.mef.gov.it/Nota_tecnica-n.-4-APS-Def.pdf [Data consultazione: 30/05/2023]

¹⁶³ GREGERSEN, H., e CONTRERAS-GERMOSILLA, A., 2001. Investing in Sustainable Forest Management. Center for International Forestry Research

¹⁶⁴ GREGERSEN, H., e CONTRERAS-GERMOSILLA, A., 2001. Investing in Sustainable Forest Management. Center for International Forestry Research

base volontaria per la maggior parte dei produttori. L'adeguata disponibilità dei consumatori a pagare per i prodotti forestali “verdi” o certificati, non si è ancora manifestata in modo diffuso nei mercati dei consumatori. Inoltre, a causa dei periodi di tempo generalmente più lunghi coinvolti nella gestione forestale sostenibile rispetto all'estrazione non sostenibile, i rischi possono essere notevolmente più elevati. Entrambe le cose possono portare a minori profitti aggiustati per il rischio.

La gestione sostenibile delle foreste può produrre una serie di benefici (protezione della biodiversità, stoccaggio del carbonio, bellezza paesaggistica, protezione dei bacini idrografici) che sono di interesse per la società in generale, ma che non sono scambiati sui mercati e quindi generalmente non sono di interesse per le operazioni commerciali¹⁶⁵. In breve, **i mercati non tengono conto di questi benefici** che possono derivare dalla gestione sostenibile delle foreste, anche se i benefici sono reali. Spesso le distorsioni a sfavore della gestione sostenibile create da mercati mancanti o imperfetti sono aggravate da politiche governative sbagliate. Ci sono **molti modi** in cui queste **possono** facilmente **portare** a una **riduzione dell'efficacia e dell'efficienza** dei meccanismi di mercato sottostanti che determinano gli investimenti nella gestione sostenibile delle foreste¹⁶⁶. Ad esempio, i **governi possono sovvenzionare l'espansione dell'agricoltura**, e questo può comportare un maggiore spostamento di foreste naturali con un valore più elevato dal punto di vista della gestione sostenibile delle foreste. In altri casi, è la semplice **mancanza di infrastrutture sociali** come i trasporti, le comunicazioni, i flussi di informazioni e i servizi di supporto che portano a costi più elevati e a un funzionamento non ottimale del settore privato. Inoltre, poiché molte delle risorse forestali nei Paesi in via di sviluppo sono di proprietà pubblica e per lo più isolate dal controllo pubblico, vi sono ampie possibilità di attività illegali che contribuiscono a una gestione forestale non sostenibile. Per un determinato imprenditore, un ambiente in cui **l'applicazione della legge è debole** può **aumentare** notevolmente il **rischio**. Infine, l'infrastruttura sociale fornita dal governo sotto forma di diritti di proprietà chiari, ricerca finanziata con fondi pubblici, istruzione, diritto civile, sistemi di risoluzione dei diritti di proprietà e altre controversie legali è spesso carente o inadeguata. Anche in questo caso, un sistema legale debole e la mancanza di un'adeguata infrastruttura di supporto possono

¹⁶⁵ GREGERSEN, H., e CONTRERAS-GERMOSILLA, A., 2001. Investing in Sustainable Forest Management. Center for International Forestry Research

¹⁶⁶ GREGERSEN, H., e CONTRERAS-GERMOSILLA, A., 2001. Investing in Sustainable Forest Management. Center for International Forestry Research

aumentare i rischi e i costi di transazione per l'investitore¹⁶⁷. Quando si considerano i vincoli agli investimenti privati socialmente desiderabili, non si sottolineerà mai troppo l'importanza delle politiche governative. La comunità internazionale ha fissato **obiettivi** ambiziosi per il **ripristino delle foreste e dei paesaggi** (Forest and Landscape Restoration, FLR), tra cui il **raggiungimento della neutralità del degrado del suolo entro il 2030** (obiettivo 15.3 degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile), il ripristino di 150 milioni di ettari entro il 2020 nell'ambito della Bonn Challenge¹⁶⁸ e il ripristino di 350 milioni di ettari entro il 2030 nell'ambito della Dichiarazione di New York sulle foreste¹⁶⁹. La **fattibilità tecnica** del raggiungimento di questi obiettivi è stata **dimostrata**. Tuttavia, l'attuazione si scontra con una serie di **barriere**. Oltre alla scarsa chiarezza dei diritti di proprietà, alla mancanza di capacità di attuazione e ai continui incentivi per gli usi non sostenibili della terra, uno dei **principali ostacoli** è la **scarsa consapevolezza delle opportunità di finanziamento e la mancanza di comprensione della FLR da parte degli investitori**. Per raggiungere gli obiettivi concordati in materia di FLR sono necessari ogni anno tra i 36 e i 49 miliardi di dollari, un importo limitato rispetto ai finanziamenti per il clima (da 350 a 640 miliardi di dollari all'anno)¹⁷⁰.

Dove si possono trovare questi fondi? Le fonti per raccogliere questi fondi sono molteplici, tra cui: risorse della cooperazione allo sviluppo, finanziamenti per il clima, organizzazioni non governative (ONG), bilanci statali, fondi ambientali, crowdfunding e settore privato. Con i governi che devono far fronte a una sempre maggiore carenza di fondi e la cooperazione allo sviluppo che ha margini di crescita limitati, le soluzioni di finanziamento a lungo termine possono fare sempre più affidamento sul settore privato e su strumenti che consentono di autofinanziarsi, come i fondi ambientali. **Gli investitori del settore privato - imprese e privati - sono la chiave per il finanziamento a lungo termine della FLR**, sia come

¹⁶⁷ GREGERSEN, H., e CONTRERAS-GERMOSILLA, A., 2001. Investing in Sustainable Forest Management. Center for International Forestry Research

¹⁶⁸ La Bonn Challenge è un obiettivo globale che prevede il ripristino di 150 milioni di ettari di paesaggi degradati e deforestati entro il 2020 e di 350 milioni di ettari entro il 2030. Lanciata dal governo tedesco e dall'IUCN nel 2011, la Challenge ha superato il traguardo dei 150 milioni di ettari di impegni nel 2017. Si impegna a rispondere all'emergenza del degrado del territorio che colpisce oltre 3 miliardi di persone e più del 30% delle terre coltivabili della Terra. Collaborano con Paesi, organizzazioni ed enti privati per impegnarsi e raggiungere obiettivi ambiziosi di ripristino delle terre degradate e deforestate. Tale impegno è in linea con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibili (SDGs), gli Obiettivi di Aichi per la Biodiversità, l'obiettivo di Neutralità del Degrado della Terra (LDN) e l'Accordo di Parigi sul Cambiamento Climatico, che insieme forniscono una tabella di marcia per un pianeta sostenibile. | Fonte: The Bonn Challenge. *Why is the Bonn Challenge important?*. Restore our Future – The Bonn Challenge. Disponibile su: <https://www.bonnchallenge.org/> [Data consultazione: 30/05/2023]

¹⁶⁹ FAO (2015). Sustainable financing for forest and landscape restoration. United Nations Conventions to Combat Desertification Food and Agriculture Organization, Rome

¹⁷⁰ FAO (2015). Sustainable financing for forest and landscape restoration. United Nations Conventions to Combat Desertification Food and Agriculture Organization, Rome

investitori sociali nel quadro della responsabilità sociale d'impresa, sia come investitori d'impatto alla ricerca di un mix di ritorni sociali e finanziari. Più di dieci fondi d'impatto di private equity (già operativi o in fase di progettazione) cercano di investire in progetti di restauro del paesaggio. Sono piccoli rispetto al budget necessario (generalmente limitato a 100 milioni di dollari)¹⁷¹. Questa sfida è ciò che rende gli investitori tradizionali (fondi pensione, banche commerciali) riluttanti a investire in FLR, anche se hanno capitale disponibile e potenziali clienti interessati. Oltre a colmare il divario di comunicazione e consapevolezza tra gli investitori e i promotori e attuatori di progetti FLR, sono **molte le barriere da superare** per rendere attraente la pipeline di progetti FLR. I valori della FLR devono essere riconosciuti, le catene del valore devono essere sviluppate e allineate a una visione del paesaggio, i campioni locali devono essere formati e le comunità locali abilitate, le esternalità positive e le opportunità di mercato (ad esempio, il carbonio) devono essere sfruttate e i rischi di investimento devono essere coperti. È fondamentale creare un ambiente favorevole che renda un paesaggio “pronto per gli investimenti” nella FLR. A tal fine, i governi, le ONG e le istituzioni di cooperazione allo sviluppo hanno un ruolo importante da svolgere nello sviluppo delle capacità degli attori del paesaggio (ad esempio, decisori locali, ONG, piccoli agricoltori, cooperative), nel chiarire i costi e i benefici degli investimenti in FLR, nell'istituire mercati per FLR e nello sviluppare meccanismi di copertura del rischio. Questa “fase di preparazione” iniziale può essere coperta da diverse forme di investimento da parte di agenzie di sviluppo, ONG e fondi d'impatto di private equity che dispongono di proprie strutture di assistenza tecnica. I pionieri dell'assicurazione del paesaggio, come la Banca di Sviluppo dell'America Latina (CAF) e l'Agenzia degli Stati Uniti d'America (USAID), hanno dimostrato la progettazione di meccanismi di garanzia del rischio parziale per FLR¹⁷². Gli Stati proattivi hanno sviluppato strategie e meccanismi di finanziamento integrati che combinano diverse fonti di capitale (nazionali, internazionali, pubbliche, private) per investire nella FLR sia nella fase di preparazione che in quella di attuazione. I fondi forestali o ambientali nazionali sono adatti per affrontare i molteplici obiettivi della FLR, come dimostrano gli esempi del Costa Rica e del Ruanda. Il finanziamento della FLR mostra anche un potenziale di innovazione, come dimostra l'emergere di meccanismi di

¹⁷¹ FAO (2015). Sustainable financing for forest and landscape restoration. United Nations Conventions to Combat Desertification Food and Agriculture Organization, Rome

¹⁷² FAO (2015). Sustainable financing for forest and landscape restoration. United Nations Conventions to Combat Desertification Food and Agriculture Organization, Rome

finanziamento non tradizionali come il crowdfunding, basato sulla partecipazione dei cittadini¹⁷³.

¹⁷³ FAO (2015). Sustainable financing for forest and landscape restoration. United Nations Conventions to Combat Desertification Food and Agriculture Organization, Rome

CAPITOLO IV

Valutazione dell'investimento in foreste: casi pratici

Il quarto capitolo mira a dare una visione complementare allo studio condotto finora. Sarà possibile valutare concretamente in cosa consiste l'investimento in foreste, osservando le principali caratteristiche e metodologie di investimento. Nel secondo e terzo capitolo, sarà data la visione di un ente burocratico, per conoscere la realtà forestale nello specifico, e di un possibile investitore privato, in questo caso una multinazionale che già opera nel sostenibile. Questo approfondimento permetterà di avere una visione complementare nella valutazione economica esemplificativa di un investimento nell'asset class forestale.

Sommario: 4.1. Caratteristiche della valutazione: in cosa consiste – 4.2. Intervista alla “Regola”: aspetto economico e burocratico – 4.3. Caso multinazionale: quale convenienza per investire nel sostenibile? – 4.4. Valutazione economica finale dell'investimento in foreste

4.1. Caratteristiche della valutazione: in cosa consiste

L'**investimento in foreste** consiste nell'**acquisto** e nella **gestione delle stesse**, allo scopo di ricavarne un rendimento finanziario.

I principali guadagni sono ottenuti da:

- La coltivazione degli alberi;
- L'evoluzione dei prezzi dai prodotti derivanti dalle foreste (legname, frutti, funghi, servi);
- Il mutamento del valore dei terreni;
- Efficacia ed efficienza della gestione delle foreste (beni e servizi).

Nel settore forestale, i guadagni sono principalmente ottenuti dalla commercializzazione del legname, la quale è in continua crescita e si stima possa raggiungere i 2,5 miliardi di metri cubi all'anno entro il 2030, con un aumento del 30% rispetto ai livelli attuali¹⁷⁴. Questa crescita è sostenuta dal cambiamento delle abitudini di consumo (in particolare nell'edilizia), che tendono verso **prodotti con un minore impatto ambientale**, e da una graduale transizione verso la biomassa, cioè la graduale transizione verso sistemi di produzione con fornitura energetica proveniente dal legno e da altri materiali di origine biologica.

¹⁷⁴ Biciato, F.; Casarsa, F.; Lovera, A. (2017). Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale. Forum per la Finanza Sostenibile – Grafiche ATA

Investire in foreste gestite in modo sostenibile è un metodo di **applicazione dell'impact investing**. Infatti, una gestione efficace delle foreste si ottiene attraverso pratiche che soddisfano sia i requisiti di performance che quelli di sostenibilità sociale e ambientale¹⁷⁵.

Ad esempio, i potenziali rischi per il valore delle foreste e delle foreste da legname (incendi, agenti patogeni, dissesto idrogeologico) possono essere attenuati rispettando gli stessi principi alla base delle buone pratiche forestali.

Le principali differenze tra la gestione tradizionale delle foreste e la gestione sostenibile, legata ai principi dell'impact investing sono¹⁷⁶:

- **Profilo economico:** in un modello tradizionale si cerca la massimizzazione del profitto, focalizzandosi sulla commercializzazione del legname in mercati internazionali. La qualità del legname si presenta di scarso valore. Mentre, nella gestione sostenibile delle foreste si guarda all'ottimizzazione delle attività di coltivazione, differenziandone la produzione e non focalizzandosi solo sulla commercializzazione del legname. I mercati considerati sono sia nazionale e sia internazionali, con un alto livello della qualità dei prodotti.
- **Profilo Sociale:** Nella gestione tradizionale delle foreste si presenta un'alta competitività nel mercato, in cui i terreni sono direttamente acquistati. Mentre, nella gestione sostenibile, si assiste ad una collaborazione nel mercato, attraverso la locazione (e non l'acquisto diretto) dei terreni, in cui i benefici sono condivisi con il mercato.
- **Profilo ecologico:** Le foreste tradizionali presentano monoculture e spesso si trovano anche specie geneticamente modificate (ad esempio per rendere le colture più resistenti agli agenti atmosferici e/o ai parassiti). Infatti, nella gestione tradizionale, sono utilizzati fertilizzanti minerali (dannosi per la natura) e gli spazi alle aree protette sono limitati, se non azzerati. Le foreste sostenibili, invece, presentano una diversificazione delle colture con un'attenzione particolare alla conformazione geologica dei territori. L'uso dei pesticidi è vietato e gli spazi alle aree protette sono tenuti in considerazione.
- **Profilo tecnico:** Il management della gestione delle foreste tradizionali è standardizzato e le attività di coltivazioni sono meccanizzate, determinando quindi una bassa complessità della gestione forestale. Invece, in una gestione delle foreste sostenibili, il management è adeguato alle caratteristiche della domanda, razionalizzando le risorse naturali. Questo determina un'elevata complessità delle attività di gestione.

¹⁷⁵ Biciato, F.; Casarsa, F.; Lovera, A. (2017). Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale. Forum per la Finanza Sostenibile – Grafiche ATA

¹⁷⁶ Biciato, F.; Casarsa, F.; Lovera, A. (2017). Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale. Forum per la Finanza Sostenibile – Grafiche ATA

Le foreste svolgono un ruolo importante nella **conservazione delle proprietà del suolo**, dei cicli idrogeologici e degli habitat naturali, oltre che nell'assorbimento dell'anidride carbonica dall'atmosfera. La gestione sostenibile delle foreste è quindi un fattore importante per lo sviluppo del settore agricolo. Tuttavia, la necessità di destinare più spazio alle colture è una delle cause principali della deforestazione, soprattutto nei Paesi tropicali e in via di sviluppo. Secondo uno studio condotto dai Paesi del Nord Europa nel 2012, il settore agricolo è direttamente responsabile dell'80% della deforestazione globale. Inoltre, il 10-15% delle emissioni di gas serra è attribuibile alla deforestazione e al degrado forestale¹⁷⁷.

D'altra parte, un'efficace integrazione tra agricoltura e silvicoltura può ottenere risultati importanti in termini di impatto ambientale e sicurezza alimentare.

Per quanto riguarda nello specifico gli investimenti forestali, i principali sono effettuati da privati e si possono distinguere in¹⁷⁸:

- Investimenti esteri da parte di grandi multinazionali e investimenti da parte di aziende locali in situazioni locali;
- Società altamente regolamentate, spesso provenienti da Paesi sviluppati, e società che investono con una regolamentazione e una preoccupazione per l'immagine pubblica internazionale molto minori;
- Investimento diretto vs. investimento di portafoglio, in cui l'investitore mette a disposizione il capitale per altri;
- Gli investimenti privati individuali, ad esempio nelle attività di conservazione da parte di filantropi, sono un altro tipo di investimento privato, così come gli investimenti comunitari;
- Veicoli di investimento congiunto, come i partenariati pubblico-privato.

Gli investimenti privati nella gestione sostenibile delle foreste devono essere considerati nel loro contesto. Pertanto, non esiste una ragione intrinseca per cui gli attuali stock di risorse forestali nella maggior parte dei Paesi debbano essere mantenuti ai livelli e alle condizioni di gestione attuali. In alcuni Paesi sono necessarie ulteriori foreste e l'imboschimento di terreni non forestali può essere auspicabile per raggiungere uno sviluppo sostenibile nel senso più ampio del termine. Sappiamo, ad esempio, che la crescita delle aree di piantagione forestale

¹⁷⁷ Biciato, F.; Casarsa, F.; Lovera, A. (2017). Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale. Forum per la Finanza Sostenibile – Grafiche ATA

¹⁷⁸ GREGERSEN, H., e CONTRERAS-GERMOSILLA, A., 2001. Investing in Sustainable Forest Management. Center for International Forestry Research

negli ultimi due decenni è stata drammatica. Allo stesso tempo, non tutta la deforestazione è negativa. In alcuni Paesi, una parte dei terreni ora adibiti a foresta può essere necessaria per altri scopi legittimi. Molto dipende dallo stato attuale e l'entità del patrimonio forestale esistente.

Quanto denaro è necessario per garantire la gestione sostenibile del suolo a livello globale? I requisiti di investimento dovrebbero essere stimati dopo aver corretto i fallimenti del mercato e delle politiche, un esercizio elaborato che raramente viene svolto nella. È sufficiente dire che gli investimenti globali necessari per raggiungere anche solo gli standard minimi di gestione sostenibile delle risorse naturali saranno decine di miliardi di dollari all'anno, e che l'attuale superficie forestale, probabilmente dell'ordine di circa 200 milioni di ettari¹⁷⁹. In primo luogo, il fabbisogno è elevato e probabilmente al di là di quanto si possa ragionevolmente prevedere; pertanto, dovremmo dedicare il percorso migliore che possiamo intraprendere per muoverci verso il futuro. Se la strada è giusta agli occhi degli investitori privati, le risorse affluiranno in quantità ragionevoli. In secondo luogo, le decisioni private non vengono prese in base alle esigenze di investimento aggregate, ma piuttosto in base alla redditività e ai livelli di rischio attesi, e questo ha poco a che fare con le stime delle esigenze globali aggregate di tali investimenti. La considerazione più importante è che gli investitori privati pagheranno tutto o parte del totale dell'investimento solo se i benefici commerciali aggiuntivi della gestione sostenibile supereranno quelli delle pratiche non sostenibili o se sono obbligati dalla legge a farlo senza alternative migliori.

Per quanto riguarda i limiti legati all'investimento in asset class forestali, i principali limiti provenienti da questi investimenti sono¹⁸⁰:

- Si tratta di un **investimento illiquido**¹⁸¹. Questa caratteristica è dovuta all'orizzonte temporale più lungo rispetto agli altri investimenti, in quanto la coltivazione (e la gestione in sé) degli alberi, richiede un tempo maggiore rispetto alle normali coltivazioni, come ad esempio il mais. Il periodo di tempo di coltivazione va dagli 8 ai 15 anni.
- Risulta essere **difficile determinare il valore** delle foreste.

¹⁷⁹ GREGERSEN, H., e CONTRERAS-GERMOSILLA, A., 2001. Investing in Sustainable Forest Management. Center for International Forestry Research

¹⁸⁰ QUERCI, F., 2022. Le foreste come asset class: vantaggi, limiti e rischi. Bancaria

¹⁸¹ Per **investimento illiquido** si fa riferimento alla difficoltà di smobilizzo degli investimenti, in quanto risulta essere più costoso uscirne e richiede una quantità di tempo maggiore. In cambio della minore liquidità, però, questi investimenti generano rendimenti più alti. Altri esempi di investimenti a rischio di liquidità sono: private debt, private equity, venture capital. | Fonte: ING (2022). *Investimenti illiquidi: che opportunità ti offrono?* Disponibile su: www.ing.it/investimenti-illiquidi-che-opportunita-ti-offrono

- Un altro limite dell'investimento in foreste si riferisce alle competenze richieste, in quanto **necessita di conoscenze specialistiche** sulle foreste, rendendo la comprensione più complicata rispetto ad altri investimenti.
- Le foreste sono esposte ad un **rischio più elevato**, dovuto agli **agenti atmosferici e meteorologici**, nonché al rischio di **incendio**. A tale proposito, è tenuto in considerazione anche il territorio in cui si trova l'area boschiva, in quanto si considerano se la presenza di possibili agenti danneggianti (come ad esempio industrie pericolose, scarsità di infrastrutture stradali – in quanto è ostacolata l'attività di manutenzione). A tale proposito questo tipo di investimento deve prevedere un piano di emergenza in caso si verificano fenomeni rischiosi (come ad esempio un piano antincendio, sistemi di osservazione dei fulmini, personale qualificato).
- Oltre agli agenti atmosferici, le foreste possono essere poste davanti a **rischi** legati a **tensioni politiche e sociali**.

Alla luce di questi svantaggi, gli **Uniform Standards for Professional Appraisal Practice (USPAP)**, standard adottati negli USA a partire dalla fine degli anni '80, determinano le **modalità di determinazione e misurazione del valore** di tali investimenti¹⁸²:

- **Approccio del costo**, il quale è utilizzato per determinare il valore di foreste “giovani”. Sono presi in considerazione i costi dell'asset di investimento;
- **Approccio reddituale**, il quale considera i rendimenti attuali provenienti dall'asset class foreste. Per poter determinare il valore attraverso questo metodo, gli investitori devono considerare numerose ipotesi: tipologia del raccolto (legname, altri prodotti boschivi, servizi, etc.), i prezzi, i costi e i tassi di sconto;
- **Approccio delle transizioni comparabili**. Si considera i prezzi di vendita delle operazioni precedentemente concluse. Questo metodo è preferibile rispetto agli altri due, ma presenta alcuni limiti:
 - Non è facile identificare transazioni comparabili in una particolare regione e in un particolare periodo di tempo;
 - Le caratteristiche forestali che influenzano i prezzi possono differire sensibilmente da una transazione all'altra, come ad esempio l'ubicazione del deposito del legname. Di conseguenza, i valutatori devono effettuare una serie di aggiustamenti per rendere le transazioni realmente comparabili;

¹⁸² QUERCI, F., 2022. Le foreste come asset class: vantaggi, limiti e rischi. Bancaria

- I prezzi stimati sono retrospettivi, in quanto le transazioni passate possono rispecchiare le condizioni di mercato attuali.

L'investitore privato è sensibile al rischio ed è il profitto aggiustato per il rischio che interessa. Pertanto, per ridurre il rischio, dobbiamo prendere in considerazione interventi politici che¹⁸³:

- Stabilire chiare "regole del gioco" e politiche stabili nel tempo che contribuiscano a creare un ambiente positivo per gli investimenti;
- Stabilire disposizioni e condizioni chiare in merito alle modifiche delle regole del gioco;
- Stabilire chiari diritti di proprietà o di usufrutto e farli rispettare in modo uniforme;
- Coinvolgere le comunità locali e le ONG nella gestione sostenibile delle foreste, riducendo così il conflitto con i grandi investitori;
- Fornire programmi di informazione migliori, opzioni assicurative accessibili, garanzie sui prestiti e altri meccanismi politici che riducano il rischio per il singolo investitore privato;
- Riformare le leggi commerciali, laddove attualmente sono discriminatorie.

Allo stesso tempo, per ridurre l'attrattiva della deforestazione e della gestione forestale non sostenibile, possono essere introdotti interventi politici per:

- Eliminare i sussidi e altri trattamenti preferenziali per i settori che competono per la terra con il settore forestale, in particolare se non ci sono ragioni sociali o ambientali convincenti per mantenerli;
- Stabilire un monitoraggio e un controllo rigorosi delle operazioni illegali. Aumentare la probabilità di essere scoperti attraverso una migliore sorveglianza e imporre sanzioni più severe per gli atti illegali;
- Favorire il monitoraggio e il controllo da parte di terzi;
- Combattere le opportunità di corruzione e di atti illegali. Rendere le transazioni trasparenti e monitorate da una parte indipendente; introdurre controlli e contrappesi laddove sono attualmente assenti;
- Evitare le infrastrutture collocate in prossimità di foreste di alto valore che hanno anche un elevato valore ambientale. In particolare, ridurre l'uso incontrollato di tali infrastrutture che potrebbe portare alla deforestazione e all'estrazione di legname;

Si sottolinea che non tutti questi interventi politici sono necessari in ogni caso per superare i vincoli agli investimenti. Ogni Paese o regione necessita di analisi e dibattiti strategici, tattici

¹⁸³ GREGERSEN, H., e CONTRERAS-GERMOSILLA, A., 2001. Investing in Sustainable Forest Management. Center for International Forestry Research

e operativi distinti per sviluppare e concordare la combinazione specifica di interventi più efficace ed efficiente per incoraggiare l'espansione degli investimenti privati produttivi. Non esistono prescrizioni generali valide ovunque, tranne forse, come sottolineato anche nei documenti regionali, la necessità fondamentale di creare un ambiente di investimento equo, stabile e positivo, con condizioni di parità per tutti gli investitori esistenti e potenziali. In un tale contesto, è possibile introdurre specifici meccanismi di incentivazione e riforme del mercato che possono portare a un aumento significativo degli investimenti privati nella gestione sostenibile delle foreste.

4.2. Intervista alla “Regola”: aspetto economico e burocratico

Per poter comprendere se l’investimento in asset class forestali porterebbe vantaggi effettivi a livello territoriale, è stata svolta un’intervista ad un rappresentante di un ente amministrativo forestale del territorio del Cadore: la Regola e nello specifico alla Regola di San Nicolò di Comelico.

Ma cosa sono le Regole? Le Regole sono autorità antiche, risalenti all’anno Mille, in quanto i ritrovamenti testimoniano la presenza nel territorio dei Paleoveneti¹⁸⁴. Sono istituite al fine della gestione e il godimento del territorio montuoso, e nello specifico, nella gestione del suolo boschivo per il sostenimento della società locale. Questi beni costituiscono un’eredità, nota come “patrimonio antico”, che non può essere venduta, divisa o acquisita per usucapione, proprio per mantenere la loro coerenza nel tempo. A tal fine, la legge prevede che i beni rimangano legati alle attività agricole e silvo-pastorali e che la proprietà delle regole non venga ridotta. Queste autorità sono sempre state fondate su nuclei familiari (chiamati “fuochi”), la proprietà del territorio dunque è collettiva. I diritti dei regolieri sono stati tradizionalmente ereditati in linea patriarcale, ma in risposta ai cambiamenti culturali e sociali, alcuni regolieri possono ora essere ereditati in linea matriarcale¹⁸⁵.

Questa realtà si trova principalmente nella Regione Veneto, nello specifico nel territorio bellunese (Figura 1), ma sono presenti anche in misura minore nel territorio lombardo e abruzzese.

¹⁸⁴ Regione del Veneto (2022). Le Regole o Comunioni familiari. | Fonte: www.regione.veneto.it/web/enti-locali/regole [Data di consultazione: 10/06/2023]

¹⁸⁵ Regione del Veneto (2022). Le Regole o Comunioni familiari. | Fonte: www.regione.veneto.it/web/enti-locali/regole [Data di consultazione: 10/06/2023]

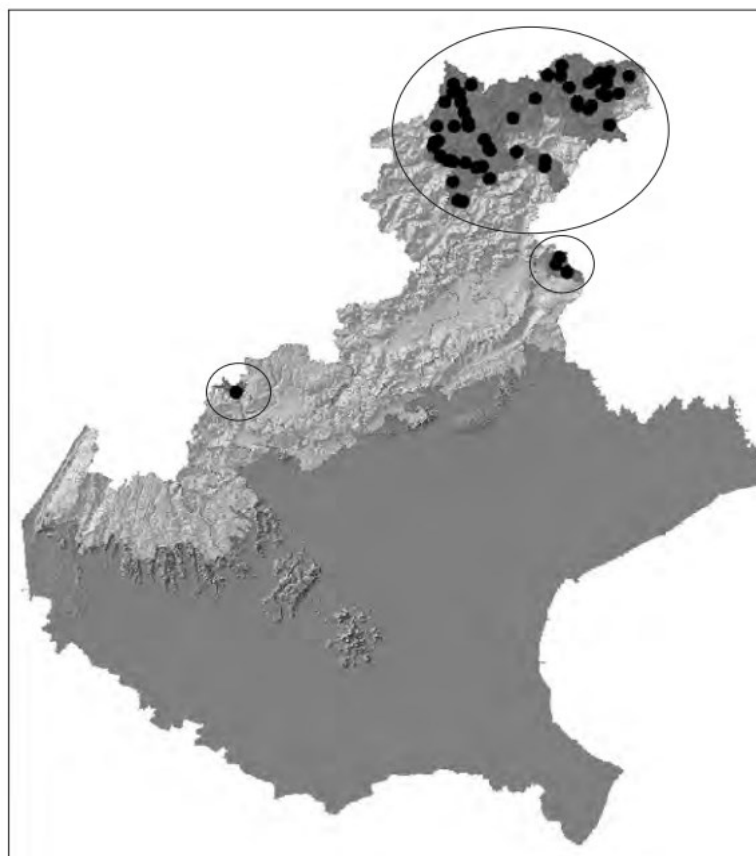


Figura 1: Distribuzione delle Proprietà Collettive nella Regione Veneto¹⁸⁶.

L'articolo 3 della L.97 del 31 gennaio 1994, “Nuove norme sulle zone montane”, individua per le Regole e gli altri enti analoghi gli oggetti fondamentali relativi allo sviluppo delle zone montane e, pertanto, delega alle Regioni il riordino della disciplina dell'organizzazione montana, stabilendo al contempo i principi che devono essere rispettati dalla legislazione locale¹⁸⁷:

- Riconoscere il ruolo fondamentale delle Regole nelle zone montane, attribuendo loro personalità giuridica di diritto privato e coinvolgendoli direttamente nelle scelte urbanistiche e di sviluppo regionale.
- Partecipare alla gestione del patrimonio collettivo attraverso i rappresentanti della famiglia Regoliera;
- Il patrimonio antico come fulcro della Regola non solo deve rimanere coerente quando i modesti beni vengono indirizzati a usi diversi dall'agro-silvo-pastorale, ma deve anche includere nel patrimonio stesso il maggior valore che può derivare dalle diverse destinazioni dei beni. Inoltre, tutte le azioni riguardanti il patrimonio antico devono essere

¹⁸⁶ Leveghi, M. (2012). DendroNatura – Rivista semestrale dell'associazione forestale del trentino. Esperia Srl

¹⁸⁷ Regione del Veneto (2022). Le Regole o Comunioni familiari. | Fonte: www.regione.veneto.it/web/enti-locali/regole [Data di consultazione: 10/06/2023]

aperte al pubblico e, se la Regola ha l'inerzia o l'incapacità di gestire i beni collettivi, un'altra entità deve assumere la gestione del patrimonio.

A seguito della legge n. 97/94, e con il contributo delle Regole e delle comunità familiari esistenti, la Regione Veneto ha emanato nel 1996 la legge regionale n. 26 con le proprie disposizioni in materia di regole, che definisce¹⁸⁸:

- La procedura per l'ottenimento della personalità giuridica da parte di un'organizzazione non ancora riconosciuta dalla legge statale e regionale.
- Le condizioni perché un patrimonio collettivo possa essere definito “antico”.
- Le azioni che devono essere rese pubbliche.
- La procedura per ottenere l'autorizzazione a cambiare la destinazione d'uso di un piccolo patrimonio collettivo.

Le organizzazioni regionali coinvolte nell'applicazione di queste norme sono le autorità locali e la Direzione generale dei servizi elettorali. In particolare, l'Unità Organizzativa Servizi Sociali ed Elettorali, su richiesta del Comitato Promotore, emette provvedimenti per il riconoscimento della personalità giuridica e la ricostituzione della regola. Inoltre, l'Unità Organizzativa per le Politiche di Sviluppo del Turismo Montano è responsabile dell'emanazione dei provvedimenti di autorizzazione al cambio di destinazione di piccole porzioni di proprietà collettiva, che possono essere richiesti dalla regola nei casi previsti dalla legge. Al momento si registra la presenza di 51 Regole nel territorio Veneto.

Come detto all'inizio, si è intervistato la Regoliera di San Nicolò di Comelico.

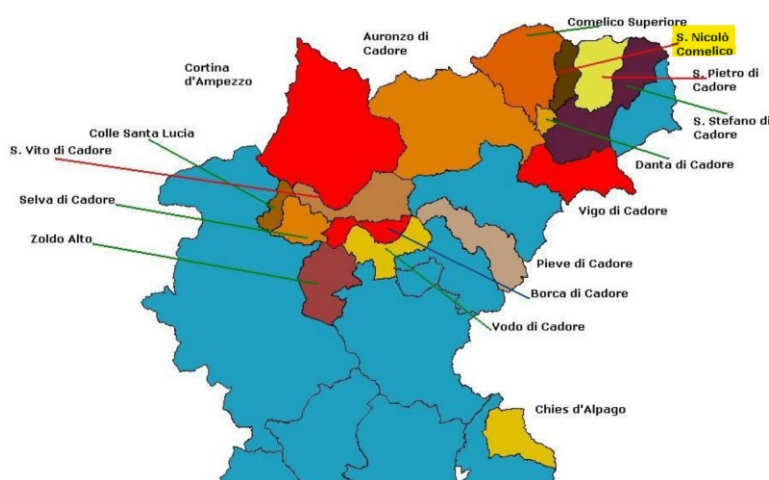


Figura 2: Comuni interessati da istituzioni Regoliere – San Nicolò di Comelico¹⁸⁹.

¹⁸⁸ Regione del Veneto (2022). Le Regole o Comunioni familiari. | Fonte: www.regione.veneto.it/web/enti-locali/regole [Data di consultazione: 10/06/2023]

¹⁸⁹ Regione del Veneto (2022). Le Regole o Comunioni familiari. | Fonte: www.regione.veneto.it/web/enti-locali/regole [Data di consultazione: 10/06/2023]

Di seguito si riporta quanto raccolto.

Quali sono le attività principali della Regola e qual è l'impatto sulla società locale?

Le Regole sono istituzioni volte principalmente alla gestione del territorio montuoso e del godimento dei suoi beni e regolate da uno specifico Statuto. Esistono procedure specifiche anche per la gestione del territorio, come ad esempio la manutenzione delle aree boschive, ad esempio, ogni anno Corpo forestale e Dottore forestale (o Tecnico Forestale, il quale è iscritto all'Albo Nazionale dei Dottori Agronomi e Dottori Forestali, CONAF) decidono le aree boschive che potranno essere tagliate. I criteri di scelta sono presi secondo una logica di sostenimento del benessere della foresta, ovvero, si vanno a tagliare gli alberi che sono vecchi, ammalati o quelli che ostacolano troppo l'entrata della luce all'interno del sottobosco. Quest'ultimo aspetto riguarda la gestione anche del sottobosco. Infatti, le Regole non gestiscono solo il patrimonio forestale, inteso come alberi, ma anche tutto il sottobosco. Le attività che vengono svolte per la gestione del sottobosco riguardano la pulizia¹⁹⁰ di tutta quella vegetazione che impedirebbe la continua crescita delle piante spontanee e dei frutti che si raccolgono (frutti di bosco, funghi ed erbe selvatiche per la produzione di prodotti cosmetici e alimentari). I risultati ottenuti dalla gestione del territorio sono volti principalmente al sostenimento della comunità locale. Infatti, ogni anno si effettua un budget, nel quale si identificano le quantità di beni e servizi ottenuti dalla gestione del territorio per la comunità locale.

La gestione del territorio attraverso la Regola è fondamentale, poiché si vuole evitare in ogni modo lo sfruttamento improprio del territorio e al contrario si vuole promuovere la sua tutela.

Quali sono i vantaggi e gli svantaggi di questo tipo di gestione?

La salvaguardia del territorio è l'obiettivo principale di questi enti, pertanto, tutte le attività svolte dalla Regola sono volte al suo raggiungimento.

I principali vantaggi di questa gestione derivano dal fatto che le Regole sono **amministrate dalla comunità locale**, che vive da generazioni nel territorio e quindi conosce le reali necessità, rendendo **più efficace ed efficiente la gestione dei fondi** messi a disposizione dalla Regione. Alla **Regione** è legato il primo svantaggio, poiché si tratta di un'amministrazione

¹⁹⁰ Questa attività è chiamata "pulizia degli specchi" e si riferisce alla potatura di quelle piante e di quei rami che impediscono l'entrata nel sottobosco della luce naturale, importante per la crescita di tutta la vegetazione boschiva. Questa pulizia deve essere fatta con criterio ed è espressamente regolamentata dallo statuto della Regola.

più grande rispetto a quella locale e quindi **non ha la stessa percezione delle reali necessità**, ad esempio su quanti fondi stanziare per le attività che andrebbero fatte.

Un esempio attuale sono le attività volte al debellamento del “bostrico”, una specie di coleottero che distrugge gli alberi e nidifica fra la corteccia e il cuore dell’albero. Queste attività sono diventate di vitale importanza per le comunità bellunesi, in quanto questo insetto si nutre principalmente degli abeti rossi, tipologia presente in maggioranza nelle foreste bellunesi (il legno di abete rosso è anche il legno più pregiato e ricercato rispetto alle altre tipologie di legno, in quanto lo si può impiegare anche per le costruzioni di case e mobili; mentre il legno di abete bianco, ad esempio, è impiegato soprattutto nella produzione di imballaggi) e quindi si incorre il rischio della distruzione delle foreste.

Come è possibile vedere nella foto sottostante (Figura 3 e 4), il bostrico secca interamente l’albero, provocandone la morte.

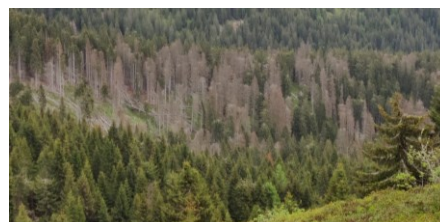
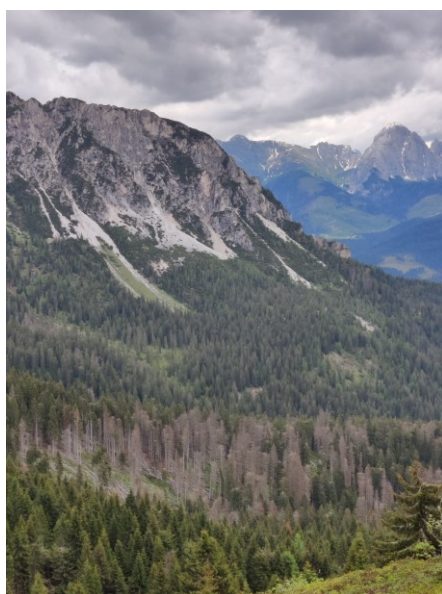


Figura 3 e 4: Foto scattate nel territorio di San Nicolò di Comelico¹⁹¹

Come è possibile vedere dalle foto, il bostrico causa la morte degli alberi all’interno delle foreste. Per fare in modo di eliminare questo problema ed evitare la riduzione delle foreste, le comunità locali stanno studiando un modo per far fronte all’emergenza. Per fare ciò utilizzano i fondi messi a disposizione dalla Regione, i quali però non sono abbastanza sufficienti a fare ricerche approfondite e test più accurati. Per il momento hanno constatato che il bostrico attacca solamente gli abeti, mentre altre tipologie di alberi, come il larice o il faggio, non sono presi di mira. Pertanto, per ora stanno facendo fronte al problema piantando faggi e larici là dove il bostrico ha causato deforestazione.

¹⁹¹ Foto scattate il giorno 03/06/2023

Un altro problema è la **scarsa regolamentazione delle proprietà boschive private**. Questo può causare scarsa organizzazione nelle attività di pulizia delle aree boschive o in quelle di produzione di legname (come descritto più sopra, l'attività di produzione di legname è regolamentata dallo Statuto delle Regole e deve essere fatta con criterio e a seguito della valutazione del Corpo forestale e del Dottore forestale).

Il problema deriva dal fatto che può capitare che due aree appartenenti ad una Regola, siano divise da una proprietà boschiva. Per eseguire le attività di pulizia e gestione, nel caso in cui si avesse la necessità di dover passare per la proprietà privata, si deve chiedere esplicito permesso per poter pulire e gestire anche l'area privata. Se il proprietario acconsente, allora la pulizia e la gestione può essere fatta in modo uniforme e corretto, altrimenti, se il proprietario negano il permesso, gli addetti dovranno fare attenzione ai perimetri boschivi, prestando attenzione a non intervenire su alberi di proprietà privata.

La negazione può causare gravi problemi nel tempo, poiché la vegetazione, diventando sempre più fitta, corre il rischio di una caduta di massa degli alberi, provocando anche possibili danni a tutto il territorio circostante.

La presenza di una corretta regolamentazione anche di queste attività è doverosa per la tutela e la salvaguardia dell'intero territorio.

Come potrebbe essere utile l'investimento in foreste di cui abbiamo parlato in questo elaborato?

L'investimento in asset class forestali risulterebbe davvero molto utile alle comunità locali come quelle della Regola, proprio perché c'è la necessità di colmare gli svantaggi causati da una scarsa regolamentazione.

Ad esempio, l'investimento permetterebbe di approfondire le ricerche per il debellamento del bostrico, oppure per incorrere alle possibili deforestazioni causate dagli agenti atmosferici.

Un esempio concreto è il disboscamento causato dalla tempesta di Vaia nel 2018, che ha causato una perdita (Figura 5) di circa 12mila ettari di suolo boschivo solo in Veneto (20 mila in provincia di Trento¹⁹²).

¹⁹² Fornara, P. (2021). La Tempesta Vaia tre anni dopo: una generazione perduta nel bosco. Il Sole 24 Ore | Fonte: www.ilsole24ore.com/art/la-tempesta-vaia-tre-anni-dopo-generazione-perduta-bosco



Figura 5: Foto scatta nel territorio di San Nicolò di Comelico¹⁹³ – l’area indicata nel cerchio, è l’area di territorio forestale caduta a seguito della tempesta di Vaia.

In sostanza, l’investimento in foreste permetterebbe una migliore gestione e la possibilità di ampliare le attività redditizie (si veda domanda successiva) provenienti dalla gestione forestale.

Quali sono le attività già presenti nel territorio che apportano rendimento? Quali sono le iniziative e attività che potrebbero essere messe in atto con l’investimento?

Una delle attività già presenti nel territorio bellunese è la pista ciclabile che collega tutti i Paesi del Comelico Superiore, la quale è sfruttata anche per gare ciclistiche. Attività che porta turismo nel territorio. Inoltre, a San Nicolò di Comelico, è stato costruito un rifugio con materiali a km zero. Un’altra attività messa in atto per aumentare il turismo è stata la creazione di una piattaforma per concerti nella Val Visdende. La piattaforma è stata costruita con il legno caduto nella tempesta di Vaia e la sua forma particolare è stata studiata per una migliore esperienza sonora (Figura 6).

¹⁹³ Foto scattata il giorno 03/06/2023



Figura 6 – Palco Vaia in Val Visdende¹⁹⁴.

Invece, le attività che però potrebbero aumentare il ritorno economico sono: turismo educativo (attività svolte all'interno delle foreste per conoscere e approfondire le tipologie di piante), case in legno, turismo sportivo (ad esempio attività ciclistiche e podistiche), mobili, legname di risonanza per la costruzione di strumenti ad arco (come ad esempio il violino), progetti universitari per studiare e approfondire le ricerche.

Secondo il referente della Regola di San Nicolò di Comelico con cui è stata condotta l'intervista, l'investimento potrebbe essere utile anche alla creazione di un consorzio forestale privato. Il consorzio forestale privato è stato ideato a seguito del cambio della normativa sul corpo forestale. Tale consorzio permetterebbe di avere maggior controllo sulle foreste, in quanto si avrebbe la figura della guardia forestale. Questo progetto era stato ideato e quasi ultimato, ma per mancanza di fondi non si è potuto portare a termine.

Da questa intervista è stato possibile constatare l'importanza della gestione e della salvaguardia del territorio forestale, obiettivi primari per lo scopo dell'investimento in asset class forestali.

4.3. Caso multinazionale: quale convenienza per investire nel sostenibile?

Dal punto di vista degli investitori, ci si è chiesto se davvero l'investimento potesse essere attrattivo per il mercato. Pertanto, è stata condotta un'intervista ad una multinazionale: Schneider Electric.

¹⁹⁴ L'amico del Popolo (2021). Val Visdende, torna la musica sul "Palco Vaia". | Fonte: www.amicodelpopolo.it/val-visdende-torna-la-musica-sul-palco-vaia/

Schneider Electric è una multinazionale francese (nata nel 1836), la quale opera nel settore della gestione e dell'automazione dell'energia elettrica, per aumentare l'efficienza e la sostenibilità dei propri clienti. La **vision** di Schneider, e di conseguenza di tutte le componenti del gruppo che ne condividono i valori, è quella di **diventare il partner digitale per la sostenibilità e l'efficienza**. Questo è reso possibile attraverso la sua **mission**, ovvero promuovendo la **trasformazione digitale**, integrando **tecnologie energetiche e di processo per realizzare le opportunità di piena efficienza e sostenibilità**.

Schneider per realizzare la sua mission ha stabilito **sei obiettivi fondamentali a lungo termine**, che guidano tutte le scelte intraprese all'interno del gruppo e con i partner. Questi obiettivi si basano sui **diciassette obiettivi SDGs**.

I 6 obiettivi sono:

- Agire per un mondo positivo dal punto di vista climatico. Uno dei principali obiettivi è quello di ridurre di tre volte le emissioni di CO₂ entro il 2030 incrementando l'efficienza energetica e la circolarità delle fonti, riducendo le emissioni causate dall'approvvigionamento di energia ed accelerando sull'elettrificazione.
- Ottimizzare le risorse, è posto come target per il 2025 l'utilizzo del 100% l'utilizzo di packaging primari e secondari senza plastiche monouso.
- Rispetto dei principi guida, ovvero gli obiettivi ESG e la neutralità del carbonio entro il 2025. Milano, attraverso questo obiettivo, all'influenza anche negli stakeholders di elevati standard sociali, di governance e di etica.
- Creare pari opportunità. Schneider attraverso questo obiettivo si impegna a creare pari opportunità, garantendo che tutti i dipendenti siano valorizzati in modo individuale ed estendendo l'accesso all'energia a tutti coloro che vivono nelle comunità scarsamente servite.
- Potenzialità delle generazioni. Sfruttano la potenzialità di tutte le generazioni promuovendo la formazione, il miglioramento e lo sviluppo delle conoscenze, aprendo la strada per quelle future.
- Supporto delle comunità locali. Incoraggiano le comunità locali promuovendo iniziative sul territorio e consentendo ai partner di rendere la sostenibilità una realtà per tutti.

Di seguito si riporta quanto raccolto dall'intervista.

Com'è organizzata una multinazionale dal punto di vista dell'attuazione di investimenti sostenibili e come si impegna per la sostenibilità?

Una multinazionale che si impegna nell'impiego di investimenti in sostenibilità solitamente dovrebbe avere una struttura organizzativa che si dedica a gestire questi aspetti e tutto ciò che si lega al tema. La struttura ovviamente varierà a seconda della realtà e dalla grandezza/complessità dell'azienda in questione ma in generale dovrebbe includere alcuni elementi comuni come ad esempio un team di sostenibilità dedicato a livello globale e dei sotto-team che seguono e applicano a loro volta, sempre più nello specifico, le indicazioni dettate dai livelli più alti. Questi team sono guidati da professionisti specializzati nella sostenibilità, come esperti ambientali, consulenti e specialisti delle politiche internazionali su temi di sostenibilità ESG, ma possono essere composti anche da rappresentanti di diverse funzioni aziendali, come finanza, operazioni, risorse umane e marketing in modo da poter considerare tutti i vari aspetti legati al prodotto/servizio in relazione al tema sostenibilità. E questo ci porta alle figure di “responsabili della sostenibilità”. Si tratta di una persona chiave, nominata responsabile della sostenibilità o direttore della sostenibilità, che è responsabile della supervisione delle iniziative sostenibili dell'azienda. Questa persona potrebbe essere un membro del team esecutivo e avere l'autorità per prendere decisioni strategiche in materia di sostenibilità. Il terzo elemento fondamentale è appunto la strategia di sostenibilità. La strategia si compone di un insieme di azioni a breve, medio e lungo termine che vengono stabilite per perseguire gli obiettivi che l'azienda si pone e che di solito sono allineati con gli obiettivi dettati a livello mondiale da organismi riconosciuti, come per esempio Le Nazioni Unite (17 goal di sviluppo sostenibile), protocollo GHG per la suddivisione e rendicontazione delle emissioni (si tratta di un sistema di rendicontazione che fornisce, a livello globale, strumenti e metodi per quantificare le emissioni di gas prodotte da un'azienda), IPCC Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico, SBTi Science Based Target Initiative per ridurre le emissioni.

Nella Figura 7 è possibile consultare un esempio di strategia di Schneider Electric:

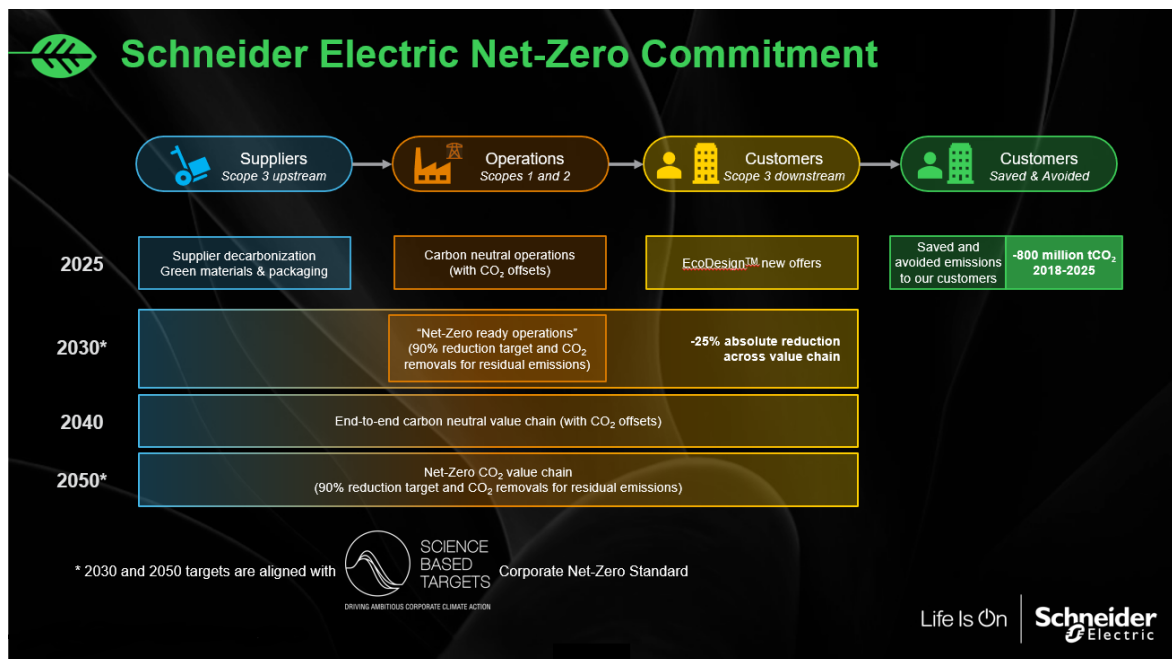


Figura 7 – Strategia Sostenibilità Schneider Electric¹⁹⁵.

Una volta elaborata la strategia devono essere stabilite azioni chiare, pratiche e misurabili su come perseguire gli obiettivi.

Un altro elemento importante è la parte legata alla gestione dell'investimento. Una volta capita la strategia, le azioni da implementare, i responsabili delle attività e l'effort, bisogna stabilire quali sono gli investimenti da effettuare e gli ostacoli che si potrebbero presentare. Una volta stabilito dove investire e in che quantità, ci dovrebbe essere un team che tiene conto del budget e delle varie spese che si presentano lungo il percorso gestendo il portafoglio di investimenti sostenibili dell'azienda. Potrebbe essere necessario anche un team dedicato a comunicazioni e relazioni esterne per gestire la narrazione e la reputazione dell'azienda in merito alla sostenibilità e le diverse azioni che vengono intraprese, i progressi, le iniziative e gli obiettivi. Infine, è fondamentale collaborazione con organizzazioni e partner esterni, come organizzazioni non governative (ONG), governi, istituti di ricerca e altre aziende, che potrebbe avvenire tramite partenariati, associazioni commerciali o programmi di volontariato aziendale.

Per quanto riguarda l'impegno di una multinazionale per il sostenibile, come anticipato poco fa, deve stabilire politiche e strategie aziendali che si focalizzano sulla sostenibilità (riduzione delle emissioni di gas a effetto serra, l'efficienza energetica, la gestione delle risorse idriche, la protezione dell'ambiente, la responsabilità sociale dell'azienda, adozione di certificazioni

¹⁹⁵ Fonte aziendale interna

ambientali di prodotto e processo etc.), investimenti in tecnologie pulite, energie rinnovabili, efficienza energetica, progetti di conservazione ambientale, sviluppo sostenibile delle comunità locali etc.; adozione di pratiche di produzione sostenibili, l'ottimizzazione dell'uso delle risorse, il riciclaggio dei materiali, utilizzo di imballaggi sostenibili; la collaborazione con enti esterni (come citato sopra), continuo aggiornamento sulle norme e la legislazione riguardo il tema.

Importante è sempre la comunicazione e trasparenza delle proprie attività, impatti e obiettivi di miglioramento. Più in generale, una multinazionale deve coinvolgere partner/clienti/fornitori, con elaborazione e condivisione di documenti riguardo temi di sostenibilità. Tutto ciò è molto importante perché spesso le persone non adottano azioni o pratiche sostenibili perché semplicemente non conoscono questi argomenti che sono relativamente nuovi e soprattutto in continua evoluzione.

Quali sono i maggiori investimenti sostenibili che effettua Schneider?

Schneider Electric investe in tecnologie e soluzioni per migliorare l'efficienza energetica nei settori residenziale, commerciale e industriale, offrendo prodotti e servizi per la gestione dell'energia, l'automazione degli edifici, la gestione dei dati energetici e altre soluzioni che consentono ai clienti di ottimizzare l'uso dell'energia e ridurre le emissioni di carbonio.

Poi, investimenti in energia rinnovabile, sia attraverso l'installazione di impianti di generazione di energia rinnovabile nelle proprie strutture, sia attraverso soluzioni e servizi per l'integrazione e la gestione dell'energia rinnovabile. Schneider Electric supporta anche i clienti nell'adozione di soluzioni di energia rinnovabile, come l'energia solare e l'energia eolica.

Inoltre, investe poi nell'area della digitalizzazione e nell'automazione per favorire una gestione più efficiente dell'energia e delle risorse. Se pensiamo per esempio all'offerta di soluzioni di automazione industriale, sistemi di gestione dell'energia, software di monitoraggio e controllo energetico, nonché servizi di consulenza e formazione per l'adozione di tecnologie digitali (EcoStruxure, programma ideato dalla stessa Schneider Electric).

Avevate mai sentito parlare di investimenti in foreste? Potrebbe essere un investimento attrattivo per le multinazionali?

L'investimento in foreste non è nuovo per loro, nello specifico, sono a conoscenza che alcune aziende investono piantando alberi per compensare le emissioni in atmosfera dovute alla loro attività. Di sicuro la prima ragione per cui una multinazionale dovrebbe investire in foreste è

l'assorbimento di carbonio, quindi il raggiungimento degli obiettivi di riduzione delle emissioni tramite la compensazione di esse, per raggiungere gli obiettivi di cui sopra.

Un altro beneficio potrebbe riguardare la biodiversità, la riforestazione, il ripristino di ecosistemi. Tutti questi obiettivi dovrebbero essere dettati da scelte etiche, ma non sempre è così. Una multinazionale potrebbe trovare in questo investimento delle opportunità per supportare i valori aziendali che vengono dichiarati e ricevere apprezzamento da parte di clienti, partner e dipendenti, dimostrando il suo impegno attraverso attività trasparenti.

Viene da sé che tutto ciò risulti poi in opportunità economiche, la sensibilità delle persone (e dei governi) verso questi temi è sempre più sentita. Sempre di più il mercato si sta orientando verso aziende che hanno un approccio sostenibile.

Da questa intervista si evince dunque che, le multinazionali, soprattutto quelle già impegnate nel sostenibile, potrebbero essere un buon target di investitori.

4.4. Valutazione economica dell'investimento in foreste: come si effettua e alcuni casi pratici.

Alla luce di quanto detto fin ora, in questo paragrafo sarà possibile comprendere come potrebbe essere eseguita una valutazione economica negli investimenti in asset class forestali.

La valutazione economica è considerata uno strumento analitico per il processo decisionale, volto a confrontare i vantaggi e gli svantaggi di determinati scenari. In altre parole, la valutazione economica è uno strumento in grado di fornire ai decisori informazioni utili per decidere tra alternative o combinazioni preferite di possibili interventi. Il valore delle risorse naturali non dipende solo dai prezzi di mercato dei loro usi diretti, ma si basa anche su altri usi indiretti di queste risorse che non possono essere scambiati su un qualche tipo di mercato. La valutazione dei beni e dei servizi forniti dalle foreste e dalle aree naturali è necessaria perché queste aree sono sottoposte a forti pressioni e stanno di fatto scomparendo. La mancanza di conoscenza e di consapevolezza del valore totale dei beni e dei servizi forniti da queste risorse naturali oscura l'impatto ecologico e sociale della conversione delle foreste in materiali da costruzione, infrastrutture, aree industriali, case o agricoltura. Anche quando questi impatti sono compresi, spesso mancano le risorse finanziarie per una gestione sostenibile delle foreste e delle aree naturali. Sono necessarie maggiori informazioni sui valori

ecologici, economici e sociali o culturali delle foreste e delle aree naturali, e sulla sinergia tra questi valori, al fine di alimentare il dialogo pubblico e di interiorizzare questi valori come parte della politica e del processo decisionale. Inoltre, in molti casi coloro che traggono benefici dalla foresta o dai servizi della natura, come i proprietari di alberghi o i visitatori che godono della natura, non sono coloro che sostengono i costi e fanno gli investimenti necessari per gestire correttamente la foresta. Ciò significa che i costi e i benefici non sono nelle stesse mani. Una corretta valutazione di tutti i beni e servizi forniti dalla foresta o dall'area naturale può aiutare a capire in che misura coloro che traggono profitto dalla foresta sostengono anche i costi della sua gestione.

Nonostante l'importanza della valutazione delle foreste e della natura, la sottovalutazione era ed è tuttora all'ordine del giorno. Inoltre, i prezzi di mercato per questi beni possono non riflettere il loro valore reale, poiché i mercati possono essere distorti, ad esempio da sussidi. Il prezzo di mercato di un particolare bene può non riflettere tutti i costi coinvolti nella produzione di quel bene. Ci possono essere benefici o costi goduti o sostenuti da altre persone non direttamente coinvolte nella produzione di un bene. Gli economisti si riferiscono a questi costi o benefici come **esternalità**.

Definire le varie funzioni della natura può aiutare a dimostrare l'importanza che essa riveste per l'uomo e quindi facilitarne la valutazione economica. Il primo passo in una valutazione è quindi quello di **identificare le diverse funzioni** fornite da un'area specifica. De Groot (1992) classifica quattro gruppi principali di funzioni della natura, descritti di seguito¹⁹⁶:

- Funzioni di produzione: Funzioni che si basano sulla fornitura da parte della natura di una varietà di risorse;
- Funzioni di regolazione: Funzioni fornite dalla capacità degli ecosistemi di regolare i processi ecologici essenziali e i sistemi di supporto alla vita;
- Funzioni portanti (note anche come funzioni dell'habitat): Funzioni fornite dagli ecosistemi attraverso lo spazio e un substrato o mezzo adatto al sistema stesso e a molte attività umane;
- Funzioni informative: Funzioni che non comportano un effetto o un output fisicamente misurabile. da un ecosistema, ma contribuiscono al benessere umano grazie alla loro importanza per la religione, la cultura o il benessere individuale.

¹⁹⁶ De Boo, H.; Lette, H. (2002). *Economic Evaluation of Forests and Nature – A support tool for effective decision-making*. National Reference Centre for Agriculture, Nature Management and Fisheries

I diversi soggetti interessati utilizzano le varie funzioni delle foreste e delle aree naturali in modo diverso. Il valore economico di una funzione **dipende dagli stakeholder che la utilizzano**. La fase successiva del processo di valutazione consiste quindi nell'**identificare i vari stakeholder** coinvolti. Gli stakeholder possono essere classificati in base alla scala: locale, regionale, nazionale e internazionale, ma anche in base al tempo, come stakeholder attuali e stakeholder futuri. Quando si valutano le foreste, è importante includere il maggior numero possibile di soggetti interessati.

Il **valore economico** è il valore che un prodotto o un servizio ha per un individuo o un gruppo affine. La combinazione delle varie funzioni e dei portatori di interesse per i quali tali funzioni sono rilevanti determina il valore economico totale di una foresta o di un'area naturale. Il valore economico assegnato alle varie funzioni delle foreste e delle aree naturali dipende quindi dai gruppi di persone o di portatori di interesse che ne fanno richiesta ed è per sua natura fortemente antropocentrico. In altre parole, i beni e i servizi forestali **non hanno un valore in sé**; piuttosto, il loro valore è definito solo nel contesto del benessere umano¹⁹⁷. Gli economisti usano il termine valore economico totale (o Total Economic Value, TEV) per riferirsi ai vari benefici delle risorse naturali (ad esempio le risorse forestali) e le sue componenti.

Per determinare il valore economico, il metodo più comune è confrontare i costi con i benefici, ovvero l'**analisi costi-benefici**. L'analisi costi-benefici **confronta le alternative in base ai vantaggi e agli svantaggi monetizzati**. In quest'analisi sono fondamentali due aspetti: il **fattore tempo** e il **principio dell'attualizzazione**¹⁹⁸.

Si ricorda che la formula dell'attualizzazione è pari a:

$$PV = FV [1/(1+r)^t]$$

Dove: PV = Valore attuale

FV = Valore futuro

t = numero di anni

r = tasso di sconto

Nell'analisi costi-benefici è importante considerare tutti i costi e i benefici legati alla decisione proposta. Ciò include le conseguenze per tutti i soggetti interessati negli scenari "con il progetto" e "senza progetto"¹⁹⁹. Per poter confrontare i costi e i benefici realizzati in momenti

¹⁹⁷ Bamblaku, A.; Yemiru, T. (2015). *Economic valuation of forest ecosystems service's role in maintaining and improving water quality*. Science Publishing Group

¹⁹⁸ De Boo, H.; Lette, H. (2002). *Economic Evaluation of Forests and Nature – A support tool for effective decision-making*. National Reference Centre for Agriculture, Nature Management and Fisheries

¹⁹⁹ De Boo, H.; Lette, H. (2002). *Economic Evaluation of Forests and Nature – A support tool for effective decision-making*. National Reference Centre for Agriculture, Nature Management and Fisheries

diversi, tutti i valori monetizzati vengono attualizzati (riportati) al punto "zero" nel tempo e denominati Valore attuale netto. Naturalmente, questo può essere fatto solo quando i costi e i benefici possono essere quantificati direttamente attraverso i flussi di cassa in un'Analisi Costi-Benefici tradizionale o indirettamente attraverso i flussi di cassa e gli strumenti di valutazione in un'Analisi Costi-Benefici estesa.

Negli ultimi decenni sono stati sviluppati diversi strumenti di valutazione per stimare il valore monetario di beni e servizi non commercializzati. La classificazione di Munasinghe delle principali categorie di valore si è rivelata un utile strumento analitico per collegare le categorie di valore e i beni e servizi ambientali sottostanti con gli strumenti di valutazione specifici²⁰⁰. Alcuni dei principali strumenti di valutazione utilizzati sono:

- Valore d'uso diretto: Il valore d'uso diretto di beni e servizi scambiati sul mercato può essere facilmente tradotto in termini monetari prendendo il loro prezzo di mercato. Tuttavia, ci sono molti altri beni e servizi non commercializzati che percepiamo come aventi un valore d'uso diretto. Queste funzioni possono essere valutate meglio attraverso strumenti di valutazione come l'approccio dei beni connessi, il prezzo edonico²⁰¹ o il metodo del costo di viaggio²⁰².
- Valore d'uso indiretto²⁰³: La diminuzione del carbonio è l'unico valore d'uso indiretto che è possibile stimare a livello nazionale. Il calcolo si basa sull'incremento annuale meno il taglio annuale. Le funzioni di regolazione delle foreste e della natura, da cui percepiamo un valore d'uso indiretto, possono essere valutate anche attraverso vari strumenti di valutazione, come la tecnica del costo di sostituzione e l'approccio della funzione di produzione²⁰⁴. La tecnica del costo di sostituzione genera un valore per i benefici di un bene o servizio ambientale stimando il costo della sostituzione dei benefici con un bene o

²⁰⁰ De Boo, H.; Lette, H. (2002). *Economic Evaluation of Forests and Nature – A support tool for effective decision-making*. National Reference Centre for Agriculture, Nature Management and Fisheries

²⁰¹ I prezzi dei terreni e delle proprietà devono illustrare la valutazione della qualità ambientale. Ad esempio, le case situate in un ambiente naturale hanno in genere prezzi molto più alti di quelle situate nei sobborghi delle città. Il prezzo aggiuntivo pagato è una proxy del valore ambientale. | Fonte: De Boo, H.; Lette, H. (2002). *Economic Evaluation of Forests and Nature – A support tool for effective decision-making*. National Reference Centre for Agriculture, Nature Management and Fisheries

²⁰² Questo strumento stima il valore delle strutture ricreative utilizzando le spese di viaggio (in termini di tempo e denaro) necessarie per raggiungere il sito ricreativo. | Fonte: De Boo, H.; Lette, H. (2002). *Economic Evaluation of Forests and Nature – A support tool for effective decision-making*. National Reference Centre for Agriculture, Nature Management and Fisheries

²⁰³ Fehmi Türker, M.; Pak, M.; Öztürk, A. (2010). *Total Economic value of forest resources in Turkey*. African Journal of Agricultural Research

²⁰⁴ De Boo, H.; Lette, H. (2002). *Economic Evaluation of Forests and Nature – A support tool for effective decision-making*. National Reference Centre for Agriculture, Nature Management and Fisheries

servizio alternativo. L'alternativa dovrebbe produrre, per quanto possibile, lo stesso livello di benefici forniti dalla risorsa o dalla funzione ambientale da valutare. L'approccio della funzione di produzione è uno strumento per cogliere il valore d'uso indiretto delle funzioni ecologiche regolatrici degli ecosistemi attraverso il loro contributo alle attività economiche.

- Approccio dei beni correlati: determina il valore di un bene non commercializzato utilizzando il prezzo di un altro bene con cui il bene non commercializzato viene scambiato attraverso il processo di baratto (commercio non monetario). Ad esempio, se le verdure a foglia raccolte in una foresta pluviale tropicale sono consumate localmente e non vengono scambiate sul mercato, non è possibile valutarle direttamente assegnando loro un prezzo di mercato. Tuttavia, se un paniere di questi ortaggi viene abitualmente scambiato con sei uova, a loro volta vendute a 1 dollaro, possiamo ipotizzare che il valore monetario di un paniere di ortaggi sia di 1 dollaro.
- Metodo della valutazione contingente: è in grado di cogliere solo i valori di opzione, di lascito e di esistenza. È di gran lunga lo **strumento più utilizzato** per stimare il valore monetario delle componenti ambientali che non vengono scambiate in mercati formali. Il metodo della valutazione contingente è un metodo basato su un sondaggio che stima la volontà di pagare per un determinato bene o servizio o la volontà di accettare una compensazione per la sua perdita. Questo metodo viene utilizzato in diverse applicazioni.

Va sottolineato che nessuno di questi strumenti di valutazione fornisce risposte esaurienti. Tutti valutano solo una parte dei beni e dei servizi forniti dalle foreste e dalla natura e tutti hanno dei limiti e devono essere scelti e utilizzati con attenzione.

L'**analisi multi-criteriale** è uno strumento che può aiutare ad affrontare questo problema²⁰⁵. Questo strumento è stato sviluppato espressamente per le situazioni in cui le decisioni devono essere prese prendendo in considerazione più di un obiettivo che non può essere ridotto a una singola dimensione. Il suo obiettivo centrale è la quantificazione, la visualizzazione e la risoluzione dei compromessi che devono essere fatti quando gli obiettivi sono in conflitto.

Un'analisi multi-criteriale è solitamente **suddivisa in tre dimensioni**: ecologica, economica e sociale. All'interno di queste dimensioni, vengono **stabiliti i criteri** e il decisore può soppesare l'importanza di un elemento in associazione con gli altri, consentendo così un processo decisionale più equilibrato. Tuttavia, la questione fondamentale riguarda le

²⁰⁵ De Boo, H.; Lette, H. (2002). *Economic Evaluation of Forests and Nature – A support tool for effective decision-making*. National Reference Centre for Agriculture, Nature Management and Fisheries

preferenze di cosa deve essere considerato. Il metodo aiuta solo un singolo decisore (o un gruppo omogeneo). I vari gruppi interessati spesso assegnano priorità diverse ai rispettivi obiettivi e normalmente **non è possibile determinare una singola soluzione migliore** attraverso i modelli multi-obiettivo. Ciò implica che il **processo decisionale** è in ultima analisi **arbitrario** e dipendente dal decisore e dalle sue interpretazioni e norme. Tuttavia, il principale **valore aggiunto** nell'uso di questi strumenti è la **trasparenza** che crea nel processo decisionale e la possibilità di comunicare informazioni sulla natura dei problemi. I **valori monetari determinati** e stimati per mezzo di un'**analisi costi-benefici** (estesa) possono essere incorporati all'interno dell'analisi multi-criteriale come uno degli attributi, con i loro criteri specifici da soppesare rispetto a tutti gli altri attributi nel processo decisionale.

Per comprendere meglio come possono essere effettuate le valutazioni economiche nell'asset class forestale si presenta qui di seguito un caso studio.

Il caso studio è stato condotto dagli studiosi Beukering & Cesar nel 2001 sulle foreste di Leuser a Sumatra (Indonesia)²⁰⁶. Formalmente, le foreste dell'ecosistema di Leuser godono di uno status di protezione. In realtà, però, il sistema è gravemente minacciato dalla deforestazione. Due fattori stanno accelerando la conversione dell'ecosistema protetto di Leuser. In primo luogo, la conversione è spesso dovuta alla mancanza di coordinamento tra le agenzie governative e alla scarsa conoscenza dello status giuridico dei terreni; questi fattori possono portare a decisioni contrarie a quelle prese da altre agenzie governative. Il secondo fattore, il più comune, è che la procedura per la trasformazione dello status di uso del suolo di un tratto di terra non viene seguita appieno. Il problema centrale è la corruzione, la collusione e la mancanza di trasparenza all'interno delle agenzie governative responsabili. Questo studio dimostra che la conservazione dell'ecosistema sarebbe nell'interesse della popolazione locale, del governo locale e nazionale e della comunità internazionale. Nel lungo periodo, sono solo le industrie del legname e delle piantagioni a trarre vantaggio dalla deforestazione, ma i benefici finanziari di cui godono non superano le perdite subite dagli altri stakeholder. Ciò rende la **conservazione** dell'ecosistema di Leuser **efficiente dal punto di vista economico**.

Gli studiosi, utilizzando il metodo dell'**analisi costi-benefici estesa**, hanno calcolato il Valore economico totale dell'ecosistema di Leuser in due diversi scenari:

²⁰⁶ De Boo, H.; Lette, H. (2002). *Economic Evaluation of Forests and Nature – A support tool for effective decision-making*. National Reference Centre for Agriculture, Nature Management and Fisheries

- Lo **scenario di conservazione**, che implica che lo stato di protezione della foresta pluviale sia rigorosamente applicato e che il disboscamento sia quindi escluso come attività economica.
- Lo **scenario di deforestazione**, che implica la continuazione dell'attuale tendenza al disboscamento.

Alcuni dei costi e dei benefici sono stati basati sui **prezzi reali di mercato**, mentre altri sono stati stimati utilizzando uno **strumento di valutazione appropriato**.

Oltre al valore economico complessivo, è stata calcolata la distribuzione di tale valore tra i diversi stakeholder. Sono state identificate cinque parti interessate: la comunità locale, il governo locale, l'élite (industria forestale e delle piantagioni), il governo nazionale, la comunità internazionale.

Nei primi dieci anni, lo scenario di deforestazione genera rendimenti più elevati, ma dopo dieci anni lo scenario di conservazione è superiore a quello di deforestazione. Combinando i singoli benefici, è possibile calcolare il valore economico totale della foresta (Tabella 4). Il valore economico totale dei due scenari dipende fortemente dal tasso di sconto scelto (Tabella 5), ma lo scenario di conservazione presenta il valore economico totale più elevato a tutti i tassi calcolati. Con un tasso di sconto dello zero per cento, il Valore economico totale dello scenario di conservazione è stimato in 17,2 miliardi di dollari, ovvero 5,8 miliardi di dollari in più rispetto allo scenario di deforestazione.

La comunità locale è attualmente di gran lunga il principale beneficiario dell'ecosistema. Questi benefici sono principalmente il risultato del sostegno all'agricoltura e della prevenzione delle inondazioni. La conservazione andrà inoltre a beneficio di tutte le categorie di stakeholder, ad eccezione dell'élite (industria del legname e delle piantagioni).

Benefici forniti dall'ecosistema	Scenario Deforestazione		Scenario Conservazione	
	Benefici medi annui netti (in milioni \$)	Proporzione	Benefici medi annui netti (in milioni \$)	Proporzione
Approvvigionamento idrico	32	8,4%	93	16,8%
Pesca	27	7,1%	35	6,3%
Prevenzione alluvioni	106	28,2%	129	23,2%
Agricoltura	140	37,2%	138	24,8%
Energia idroelettrica	20	5,3%	41	7,4%
Turismo	7	1,8%	41	7,3%
Biodiversità	3	0,7%	37	6,6%
Sequestro	0	0,1%	17	3,0%
Prevenzione incendi	8	2,1%	19	3,5%
Prodotti forestali non legnosi	2	0,5%	6	1,1%
Legname	33	8,7%	-	0%
MEDIA ANNUALE	378		556	

Tabella 4: Distribuzione media annuale dei benefici netti tra beni e servizi forniti dall'ecosistema Leuser²⁰⁷.

Scenario	0%	3%	5%	10%
Deforestazione	11,7	7,9	6,4	4,1
Conservazione	17,2	10,5	7,9	4,4
Differenza	5,8	2,6	1,5	0,3

Tabella 5: Valore economico totale a diversi tassi di sconto per l'intero ecosistema Leuser²⁰⁸.

Il punto debole di questo studio è che i due scenari rappresentano **situazioni estreme**, cioè poco realistiche. In realtà, è più probabile un mix di entrambi gli scenari. Il Valore economico totale di uno scenario misto non sarà necessariamente una media ponderata dei Valori economici totali dei casi estremi. Il valore economico totale di uno scenario misto, con

²⁰⁷ De Boo, H.; Lette, H. (2002). *Economic Evaluation of Forests and Nature – A support tool for effective decision-making*. National Reference Centre for Agriculture, Nature Management and Fisheries

²⁰⁸ De Boo, H.; Lette, H. (2002). *Economic Evaluation of Forests and Nature – A support tool for effective decision-making*. National Reference Centre for Agriculture, Nature Management and Fisheries

un'adeguata gestione forestale, potrebbe superare il valore nel caso della conservazione. Inoltre, il costo della gestione forestale non è incluso nello studio.

Un punto di forza di questo studio è la differenziazione tra le diverse parti interessate. A questo proposito, è notevole la constatazione che è la comunità locale a trarre i maggiori benefici dallo scenario di conservazione. Tuttavia, senza un buon sistema di gestione e controllo, lo scenario di conservazione è difficilmente realistico. A questo proposito, anche il processo di attualizzazione gioca un ruolo importante. Come dimostrato dai risultati, un tasso di sconto crescente significa un peso decrescente dei costi e dei benefici futuri. L'utilizzo di un tasso di sconto elevato rende relativamente più attraenti gli usi alternativi del suolo. Un altro modo per influenzare i risultati è quello di distribuire i benefici nel tempo. Assumere che un beneficio ambientale, ad esempio la riduzione dell'erosione, maturi nel prossimo futuro significa che questo beneficio viene scontato meno rispetto a quando si ipotizza che si verifichi più tardi. Beukering & Cesar ipotizzano, per lo scenario di conservazione, che le condizioni della foresta rimangano invariate rispetto all'anno 2000. Sarebbe più realistico ipotizzare che il deterioramento si concluderà lentamente e sarà seguito da una stabilizzazione.

Nonostante le lacune e attualizzando lo studio condotto, esso dimostra che l'investimento in foreste può essere un investimento redditizio a lungo termine, apportando beneficio soprattutto alle comunità locali (oltre che raggiungere sempre di più gli obiettivi SDG 2030 per l'ambiente).

CONCLUSIONI

La finanza sta assumendo una **posizione** sempre più **attiva** nel mercato, **nel tentativo di implementare il concetto di** generare un impatto sociale e ambientale positivo e misurabile insieme a un rendimento finanziario nella pratica degli investimenti. Lo **strumento** che nasce da questa volontà è **il rating ambientale, sociale e di governance (ESG)**, da cui si sviluppa l'ESG Investing. Gli investimenti ambientali, sociali e di governance (Environmental, Social, Governance) si sono evoluti negli ultimi anni per **soddisfare le richieste degli investitori**.

L'investimento responsabile è nato per ottenere risultati politici, gradualmente promossi dagli operatori dei mercati finanziari, ed è stata ufficialmente approvata dall'**Accordo di Parigi**.

Inoltre, nel 2015 è stato concordato un altro quadro politico globale guidato dalle Nazioni Unite. L'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile è stata adottata il 25 settembre 2015 al Vertice delle Nazioni Unite sullo sviluppo sostenibile. Gli **Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs)** che ne sono scaturiti hanno stabilito obiettivi generali accettati a livello globale.

Un problema di questa realtà si trova nel fenomeno del **greenwashing**, il quale consiste in una pratica aziendale che fa riferimento alla sostenibilità (attraverso ad esempio a strumenti o a prodotti finanziari utilizzati, oppure ad emittenti a cui si riferisce il business), senza considerare minimamente i rischi e gli impatti dell'azienda stessa, quindi senza adottare un reale impegno sostenibile. Per cercare di contrastare questo fenomeno l'Unione Europea ha istituito dei regolamenti e delle direttive per poter aumentare la trasparenza sui temi ESG, aumentando la qualità e la disponibilità dei dati (Regolamento UE 2020/852 e Regolamento UE n.2019/2088). La **trasparenza**, dunque, è l'elemento fondamentale per contrastare il fenomeno del greenwashing.

L'investimento nell'asset class forestale, il quale risulta essere **nuovo in Europa**, ma presente da tempo negli Stati Uniti. Tale investimento consiste nell'**acquisto e nella gestione delle stesse**, allo scopo di ricavarne un rendimento finanziario. La gestione sostenibile delle foreste può produrre una serie di benefici (protezione della biodiversità, stoccaggio del carbonio, bellezza paesaggistica, protezione dei bacini idrografici) che sono di interesse per la società in generale, ma che non sono scambiati sui mercati e quindi generalmente non sono di interesse per le operazioni commerciali. I mercati, però, non tengono conto di questi benefici che possono derivare dalla gestione sostenibile delle foreste, anche se i benefici sono reali. A tale proposito, la comunità internazionale ha fissato **obiettivi per il ripristino delle foreste e dei paesaggi** (Forest and Landscape Restoration, FLR), tra cui il **raggiungimento della neutralità del degrado del suolo entro il 2030**. La **fattibilità tecnica** del raggiungimento di

questi obiettivi è stata **dimostrata**. Uno dei **principali ostacoli** è la **scarsa consapevolezza** delle **opportunità di finanziamento** e la **mancanza di comprensione della FLR** da parte degli investitori. Gli **investitori del settore privato** - imprese e privati - sono il principale target per il finanziamento a lungo termine della FLR.

Alla luce delle considerazioni fino a qui esposte e nello studio condotto in questa tesi, è stato possibile constatare che investire in foreste gestite in modo sostenibile è un metodo di **applicazione dell'impact investing**. Infatti, una gestione efficace delle foreste si ottiene attraverso pratiche che soddisfano sia i requisiti di performance trasparente che quelli di sostenibilità sociale e ambientale (caratteristiche fondamentali dell'impact investing).

Le foreste svolgono un ruolo importante nella **conservazione delle proprietà del suolo**, dei cicli idrogeologici e degli habitat naturali, oltre che nell'assorbimento dell'anidride carbonica dall'atmosfera. Oltre ai vantaggi appena esposti, sono da considerare anche i limiti di questo investimento, come l'illiquidità dell'investimento e la difficoltà di determinazione economica (si veda capitolo 4.4. sulla metodologia adottata per la determinazione della valutazione economica).

Grazie alle interviste condotte è stato possibile constatare che, sia a livello territoriale e sia dal punto di vista di possibili investitori (nel caso di questo studio, una multinazionale), questo **investimento porterebbe a grandi benefici**, sia dal punto di vista sociale e sia dal punto di vista ambientale. A sostegno di ciò, il caso studio sulla valutazione economica dell'investimento, esposto nell'ultimo capitolo, dimostra che a lungo termine, l'investimento in foreste permette di ottenere un rendimento finanziario superiore a quello della normale gestione forestale (sfruttamento intensivo e non sostenibile dell'area boschiva).

BIBLIOGRAFIA

Agrawal, A.; Hajjar, R.; Liao, C.; Vang Rasmussen, L.; Watkins, C. (2018). *Editorial overview: Forest governance interventions for sustainability through information, incentives, and institutions*. Elsevier

Ascher, W. (1994). *The Center for tropical conservation*. Duke University

Bamblaku, A.; Yemiru, T. (2015). *Economic valuation of forest ecosystems service's role in maintaining and improving water quality*. Science Publishing Group

BANCA D'ITALIA, (2022). *Rapporto sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici*. Banca d'Italia.

BANCA ETICA, (2022). *Finanza etica e finanza sostenibile due modelli a confronto*. Banca Etica

BANDINI, F., CHIAPPINI, H. e PALLARA, F., (2021). *Fund managers acting as impact investors: Strategies, practices, and tensions*. Corporate Social Responsibility and Environmental Management

Bandini, F.; Pallara, F. (2021). *Impact Investing: Il quadro italiano*. Bologna: Università di Bologna – Dipartimento di Scienze Aziendali – Yunus Social Business Center (YSBC)

BANI, E., (2019). *From ethical finance to social finance in Italy*. Studia Ekonomiczne

BARANES, A., (2019). *Responsabilità e finanza. Guida alle iniziative in campo socio-ambientale per gli istituti di credito e le imprese finanziarie*. Finanza Etica

Baranes, A.; Cavallito, M.; Isonio, E.; Meggiolaro, M. (2017). *La finanza etica e sostenibile in Europa*. Fondazione Finanza Etica – Primo rapporto

BECKER, M.G., MARTIN, F., e WALTER, A., (2022). *The power of ESG transparency: the effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors*. Etica News

BERG, F., KOLBEL, J., e RIGOBON, R., (2022). *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*. Review of Finance

Bicciato, F.; Casarsa, F.; Lovera, A. (2017). *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*. Forum per la Finanza Sostenibile – Grafiche ATA

BOFFO, R., e PATALANO, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. OECD Paris

BURZE, Y., (2021). *Impact investing: A review of the current state and opportunities for development*. Istanbul Business Research,

BUSCH, T. et al., (2021). *Impact investments: a call for re(orientation)*. Business Economy

COPPOTELLI, P., (2022). *La strategia europea sullo sviluppo sostenibile. In particolare, la finanza sostenibile e le modifiche al quadro regolamentare europeo*. Analisi Giuridica dell'Economia

CAVALLITO, M., ISONIO, E., e MEGGIOLARO, M., (2017). *La finanza etica e sostenibile in Europa*. Pergine Valsugana: Arti Grafiche

Cerved Group, Innovation Team, Cerved Rating Agency (2021). *Rapporto Italia sostenibile 2021*. Cerved

CHAUBEY, D.S. et al., (2016). *A study of the ethical considerations in investors' investment decisions*. Splint International Journal of Professionals

CHELAWAT, H., e TRIVEDI, I.V., (2013). *Ethical finance: trends and emerging issues for research*. International Journal of Business Ethics in Developing Economies

CLARKIN, J. e CANGIONI, C.L., (2016). *Impact Investing: A Primer and Review of the Literature*. Entrepreneurship Research Journal

Contreras-Hermosilla, A; Gregersen, H. (2001). *Investing in the Future: The Private Sector and Sustainable Forest Management (Chapter 10)*. Center for International Forestry Research – JSTOR

Contreras-Hermosilla, A.; Simula, M. (2007). *Forest Strategy – Review of implementation*. The World Bank Washington D.C.

Coppotelli, P. (2022). *La strategia europea sullo sviluppo sostenibile. In particolare, la finanza sostenibile e le modifiche al quadro regolamentare europeo*. Il Mulino

CORTE DEI CONTI EUROPEA, (2021). *Finanza sostenibile: l'UE deve agire in modo più coerente per reindirizzare i finanziamenti verso investimenti sostenibili*. Relazione speciale

DAM, L., et al., (2008). *The environmental and macroeconomic effect of socially responsible investment*. Business Review

DARUS, F., MAD, S., e NEJATI, M., (2015). *Ethical and Social Responsibility of Financial Institutions: Influence of Internal and External Pressure*. Procedia Economics and Finance

De Boo, H.; Lette, H. (2002). *Economic Evaluation of Forests and Nature – A support tool for effective decision-making*. National Reference Centre for Agriculture, Nature Management and Fisheries

Dello Sbarba, A.; Giannetti, R.; Marelli, A. (2020). *Private equity firms and management control: the framing of shareholder-oriented practices*. Journal of Management and Governance

DIAYE, M., HO, S., e OUEGHLISSI, R., (2021). *ESG performance and economic growth: a panel co-integration analysis*. Empirica

FABBIANI, E., (2023). *La riforma degli operatori bancari di finanza etica e sostenibile*. Rivista di Diritto Bancario

FAO (2015). *Sustainable financing for forest and landscape restoration*. United Nations Conventions to Combat Desertification Food and Agriculture Organization, Rome

Fehmi Türker, M.; Pak, M.; Öztürk. A. (2010). *Total Economic value of forest resources in Turkey*. African Journal of Agricultural Research

Forum per la Finanza Sostenibile (2022). *Gli investimenti sostenibili delle Fondazioni bancarie: Presentazione della ricerca*. Forum per la Finanza Sostenibile

Forum per la Finanza Sostenibile (2022). *Greenwashing e finanza sostenibile: rischi e risorse di contrasto*. Forum per la Finanza Sostenibile

Geese, A.; Simili, B. (2020). *Sul ruolo dell'Europa per una crescita sostenibile*. Il Mulino

Gianoncelli, A. and Picón Martínez A., (2020) "The Investing for Impact Toolkit". EVPA, disponibile su: www.evpa.ngo/sites/www.evpa.ngo/Investing_for_Impact_Toolkit_2020.pdf

GLANZEL, G., e SCHEURLE, T., (2015). *Social Impact Investing in Germany: Current Impediments from Investors' and Social Entrepreneurs' Perspectives*. International Society for Third-Sector Research and The Johns Hopkins University

GOMEZ-BEZARES, F., MUNOZ, F., e VARGAS, M., (2013). *The cost of benefit of socially responsible investment*. Harvard Deusto Business Research.

GREGERSEN, H., e CONTRERAS-GERMOSILLA, A., *Investing in Sustainable Forest Management*. Center for International Forestry Research.

HALAMKA, R., e TEPLY, P., (2017). *The effect of ethics on Banks' financial performance*. Economic Papers.

HOCHSTADTER, A.K., e SCHECK, B., (2014). *What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners*. Journal of Business Ethic

Johansson, J. (2018). *Collaborative governance for sustainable forestry in the emerging bio-based economy in Europe*. Elsevier

KLINGER, S., et al., (2022). *Credence Attributes in the Forestry Sector and the Role of Environmental, Social and Governance (ESG) Factors*. Forests

KUMAR, S. et al., (2021). *Past, present, and future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research*. Annals of Operations Research

Leveghi, M. (2012). *DendroNatura – Rivista semestrale dell'associazione forestale del trentino*. Esperia Srl

LINCIANO, N. et al., (2021). *La finanza per lo sviluppo sostenibile*. Asso Immobiliare

LOVISOLO, S., (2021). *Global Environmental, Social and Governance (ESG) Capital Allocation Strategies Between Impact Ambitions and Measurement Challenges*. Istituto Affari Internazionali

MARTINI, A., (2021). *Socially responsible investing: from the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union*. Environment, Development and Sustainability

MARUCCI, M., (2022). *Finanza sostenibile e tassonomia europea. Una spinta verso l'economia verde*. Inap

MELLONE, G.F., (2021). *L'Italia è al quarto posto nel mondo per raccolta di capitali tramite finanza alternativa. "Merito" anche del Covid, che ha dato un'accelerata alla diffusione di canali digitali per investire in modo più veloce e smart*. La Repubblica

MENEGHINI, L., (2022). *A critical analysis of the Eu green taxonomy: is it fit for purpose?* Diritto del Risparmio

MICHELSON, G. et al., (2014). *Ethical investment. Processes and outcomes.* Journal of Business Ethics

MITCHELL, T., (2016). *Understanding the world of impact investing.* Trusts & Estates

MOHANTY, S. et al., (2023). *Emerging Research Trends in Green Finance: A Bibliometric Overview.* Journal of Risk and Financial Management

Morningstar, Flussi di fondi sostenibili globali: Q4 2020 in Review

Murphy, D.F.; Stott, L. (2021). *Partnerships for Sustainable Development Goals (SDGs).* Sustainability MDPI

NETTO, S., et al., (2020). *Concepts and forms of greenwashing: a systematic review.* Environmental Sciences Europe

OKKER, T. et al., (2022). *Characteristics and Actors of Impact Investing Ecosystem from the Perspective of Technology Startups.* 13th International Conference on Software Business

OMAROVA, S.T., (2018). *Ethical Finance as a Systemic Challenge: Risk, Culture, and Structure.* Cornell Journal of Law and Public Policy

PEDRINI, M. et al., (2021). *Review of impact assessment methodologies Review of impact assessment methodologies for ethical finance.* European Federation of Ethical and Alternative Banks and Finance Companies

Querci, F. (2022). *Le foreste come asset class: vantaggi, limiti e rischi.* Università di Genova

Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019

RIZZELLO, A., e KABLI, A., (2020). *Sustainable Financial Partnerships for the SDGs: The Case of Social Impact Bonds*. Sustainability

Siani, G. (2022). *I fattori ESG nel sistema finanziario: il ruolo della vigilanza*. Banca d'Italia Eurosystema

SIMULA, M., e HERMOSILLA, A., (2007). *The World Bank Forest Strategy*. Washington: The World Bank

SYED, A.M., (2017). *Environment, social, and governance (ESG) criteria and preference of managers*. Cogent, Business & Management,

Taboga M., Working paper (2019), Cross-country differences in the size of venture capital financing rounds: a machine learning approach. Banca d'Italia

TRISNOWATI, Y., et al., (2022). *The Effect of ESG Score, Financial Performance, and Macroeconomics on Stock Returns during the Pandemic Era*. International Journal of Energy Economics and Policy

VOLLERO, A., (2013). *Il rischio di greenwashing nella comunicazione per la sostenibilità: implicazioni manageriali*. Italian Journal of Management

VON WALLIS, M., e KLEIN, C., (2015). *Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing*. Business Research

WEBER, O., e ANG RONG, W., (2016). *The performance, volatility, persistence and downside risk characteristics of sustainable investments in emerging market*. Oxford Journal of Finance and Risk Perspectives,

YOUSSEF, S. e WHYTE, D., (2013). *Ethical investment: what it is and how it works (or doesn't)*. Research Gate

ZHOU, X. et al., (2020). *The effect of firm-level ESG practices on macroeconomic performance*. Oxford Sustainable Finance Programme

SITOGRAFIA

Aiuto pubblico allo sviluppo, nota tecnica n.4. Ministero delle Economie e delle Finanze
www.rgs.mef.gov.it/Nota_tecnica-n.-4-APS-Def.pdf

Borsa Italiana. *Cos'è un ETF: caratteristiche e vantaggi*. Disponibile su:
<https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/cosaeunetf>

Byrne, D. (2023). *What are stranded assets, and why are they important?*. Corporate Governance Institute www.thecorporategovernanceinstitute.com/what-are-stranded-assets-and-why-are-they-important/

Casalini, F.; Vecchi, V. (2022). *What will become of impact investing?*. SDA Bocconi inside www.sdabocconi.it/en/sda-bocconi-insight/what-will-become-of-impact-investing

CONSOB, 2023. Finanza sostenibile. Consob, 2023 [online]. Disponibile su <https://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile>

European Asset Management Association (EFAMA) (2020). Sustainable Investment in the European Asset Management Industry: Defining and Sizing ESG Strategies. in EFAMA Market Insights <https://www.efama.org/node/191>

Fornara, P. (2021). La Tempesta Vaia tre anni dopo: una generazione perduta nel bosco. Il Sole 24 Ore | Fonte: www.ilsole24ore.com/art/la-tempesta-vaia-tre-anni-dopo-generazione-perduta-bosco

GIIN, thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing

Ground, J. (2021). *Monitoraggio delle società sulla base di dati ESG di fornitori terzi*. Capital Group www.capitalgroup.com/intermediaries/it/it/about-us/esg

Hale, J. (2021). Un disco rotto: I flussi dei fondi sostenibili statunitensi raggiungono di nuovo nuovi livelli", in Articoli Morningstar. <https://www.morningstar.com/articles/1019195>

ICER.it (2021). *Finanza Etica* www.icer.it/finanza-etica

ING (2022). *Investimenti illiquidi: che opportunità ti offrono?* Disponibile su: www.ing.it/investimenti-illiquidi-che-opportunita-ti-offrono

L'amico del Popolo (2021). Val Visdende, torna la musica sul "Palco Vaia". | Fonte: www.amicodelpopolo.it/val-visdende-torna-la-musica-sul-palco-vaia/

Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea, Regolamento (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019 sulle informazioni relative alla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>.

Piotto, C. (2022). *Comprare foreste come investimento – In Francia aumentano i collettivi forestali*. SkyTG24 tg24.sky.it/mondo/francia-foreste-collettivi

Shneider Electric. *ESG Strategy* www.se.com/investment/esg

Trilesia impact outlook 2019, definizione disponibile su: www.som.polimi.it/tiresia-impact-outlook-2019/

The Bonn Challenge. *Why is the Bonn Challenge important?*. Restore our Future – The Bonn Challenge. Disponibile su: <https://www.bonnchallenge.org/>

Regione del Veneto (2022). *Le Regole o Comunioni familiari*. | Fonte: www.regione.veneto.it/web/enti-locali/regole

Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio, Informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, del 27 novembre 2019. Disponibile su: www.covip.it/direttive_europee/celex_02019r2088-20200712_it_txt_1.pdf

UN Principles for Responsible Investment, *What are the Principles for Responsible Investment?*, www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment