



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA

PROVA FINALE

L'IMPACT INVESTING: STRUMENTI FINANZIARI E
AREE DI IMPATTO

RELATORE:

CH.MO PROF. CESARE DOSI

LAUREANDO: IVAN PIASERICO

MATRICOLA N. 1136048

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

Indice

Introduzione	2
1. L'impact investing	3
1.1 Nascita ed evoluzione	3
1.2 Caratteristiche dell'impact investing	5
1.2.1 Tipologie di impatto	5
1.2.2 Performance e rendimenti	6
1.2.3 Caratteristiche del mercato	6
1.3 Gli strumenti finanziari	7
1.3.1 I fondi di investimento	7
1.3.2 I green bond	8
1.3.3 I social bond	9
1.3.4 I social impact bond	10
1.3.5 Il crowdfunding	11
2. La misurazione degli impatti e i settori di applicazione	13
2.1 Le tecniche di misurazione	13
2.1.1 Impatti ambientali	13
2.1.2 Impatti sociali	15
2.2 Settori di applicazione dell'impact investing	17
2.2.1 Energie rinnovabili	18
2.2.2 Housing sociale	19
2.2.3 Servizi educativi	20
2.2.4 Microfinanza	21
3. L'impact investing nei Paesi Bassi	22
3.1 Il green bond governativo	22
3.2 I social impact bond olandesi	24
3.2.1 La disoccupazione a Venlo e a Veldhoven	25
Considerazioni finali	27

Introduzione

Nel 1987 la Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo pubblicò il Rapporto Brundtland e introdusse il concetto di “sviluppo sostenibile”, definito come “*development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*” (rapporto Brundtland 1987, p.16).

A partire dalla pubblicazione del Rapporto, è cominciato a diffondersi un trend globale che sta portando a tenere sempre più in considerazione le tematiche ambientali e sociali.

Anche la finanza, negli ultimi anni, ha cominciato a muoversi verso questa direzione, anche attraverso il cosiddetto *impact investing*. Si tratta di una particolare tipologia di investimenti che tenta di conciliare l'obiettivo della finanza classica, cioè la produzione di un ritorno economico per gli investitori, con un impatto sociale e ambientale positivo e misurabile.

Il presente elaborato si propone di descrivere la disciplina degli investimenti di impatto, facendo riferimento agli strumenti finanziari che la caratterizzano e alle aree di impatto in cui essa viene applicata maggiormente.

La relazione verrà così articolata. Nel **primo capitolo** verrà fornito un inquadramento generale dell'*impact investing* e verranno descritti alcuni degli strumenti finanziari più utilizzati. Nel **secondo capitolo** concentreremo l'attenzione sulle principali tecniche utilizzate per misurare l'entità degli impatti e su una panoramica dei settori nei quali l'*impact investing* trova maggiore applicazione. Nel **terzo capitolo**, infine, verrà esaminata, come caso di studio, la disciplina adattata nei Paesi Bassi per regolamentare queste forme di investimento e verranno presentati alcuni esempi concreti di strumenti finanziari ad impatto particolarmente diffusi nello Stato olandese.

Capitolo 1

L'impact investing

Negli ultimi anni si è cominciata a registrare una crescente attenzione ai problemi ambientali e sociali che interessano il nostro pianeta. Questo trend ha portato anche il settore della finanza a rivedere le proprie strategie e i propri strumenti. In particolare, in questo contesto ha acquisito rilevanza la disciplina dell'*impact investing*, una tipologia di investimenti che, oltre a garantire un ritorno economico agli investitori, si prefigge di generare un impatto ambientale e/o sociale misurabile e concreto. In questo capitolo, quindi, andremo inizialmente ad analizzare la nascita e l'evoluzione della disciplina, passando poi a descriverla più dettagliatamente ed infine esponendo i principali strumenti finanziari caratteristici di questa categoria di investimenti.

1.1 Nascita ed evoluzione

L'origine della disciplina può essere fatta risalire al 1987, quando venne pubblicato il Rapporto Brundtland¹, un documento redatto dalla Commissione Mondiale su Ambiente e Sviluppo (WCED), su richiesta delle Nazioni Unite. Il Rapporto forniva una sintesi della situazione ambientale e dello sviluppo a livello globale, introducendo per la prima volta in un documento ufficiale il termine “sviluppo sostenibile”, dandone una definizione.² Questo documento contribuì ad alimentare la consapevolezza di quanto stretta ed indivisibile fosse la relazione tra sviluppo economico, salvaguardia dell'ambiente ed equità sociale.

Questa nuova coscienza ha portato, nel settembre del 2015, l'Organizzazione delle Nazioni Unite ad approvare la cosiddetta Agenda 2030, un programma d'azione, sottoscritto da più di 150 Stati, dove sono stati esposti gli obiettivi di sviluppo sostenibile che secondo l'ONU dovranno essere raggiunti entro l'anno 2030: i cosiddetti Sustainable Development Goals (SDGs).³

Questi obiettivi sono (Figura 1):

1. Porre fine ad ogni forma di povertà nel mondo.
2. Porre fine alla fame nel mondo e promuovere un'agricoltura sostenibile.
3. Assicurare la salute e il benessere per tutti e per tutte le età.
4. Dare l'opportunità a tutti di accedere ad un'educazione di qualità, equa ed inclusiva.
5. Raggiungere l'uguaglianza di genere ed emancipare tutte le donne.
6. Garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igienico-sanitarie.

¹ Dal nome del primo ministro norvegese Gro Harlem Brundtland, presidente della Commissione.

² “Lo sviluppo sostenibile è quello sviluppo che soddisfa i bisogni della generazione presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri” (rapporto Brundtland, 1987).

³ <http://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals> .

7. Assicurare a tutti l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni.
8. Promuovere una crescita economica duratura e sostenibile, la piena occupazione e un lavoro dignitoso per tutti.
9. Infrastrutture resistenti, industrializzazione sostenibile e innovazione.
10. Ridurre le disuguaglianze.
11. Rendere le città inclusive, sicure, durature e sostenibili.
12. Garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo.
13. Promuovere azioni a tutti i livelli per combattere i cambiamenti climatici.
14. Conservare e utilizzare in modo durevole gli oceani, i mari e le loro risorse per uno sviluppo sostenibile.
15. Proteggere e ripristinare l'ecosistema terrestre, favorendone un uso sostenibile.
16. Pace, giustizia ed istituzioni forti.
17. Rafforzare i mezzi di attuazione degli obiettivi e rinnovare la collaborazione mondiale per lo sviluppo sostenibile.

Figura 1 – I Sustainable Development Goals approvati dalle Nazioni Unite



Fonte: Organizzazione delle Nazioni Unite 2015, *Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile*.

Anche la finanza ha risposto a questa sollecitazione, elaborando, tra l'altro, il concetto di *impact investing*.

Quando si parla di *impact investing* ci si riferisce, generalmente, a “investimenti ... in società, organizzazioni e fondi con l'intento di generare un impatto sociale o ambientale misurabile e favorevole a fianco o in sostituzione di un rendimento finanziario” (GIIN, 2015). Proprio dalla definizione appena citata si possono distinguere le tre caratteristiche fondamentali di questa strategia di investimento: intenzionalità, misurabilità e rendimento finanziario. L'*impact investing* prevede quindi un approccio proattivo e soprattutto consapevole riguardo alle strategie di investimento (intenzionalità), che siano esse misurabili (misurabilità) e che

ovviamente contribuiscano ad ottenere un ritorno economico agli investitori (rendimento finanziario).

Gli investimenti a impatto si collocano nel mezzo di un continuum che ha come estremi da una parte la finanza classica, orientata unicamente al risultato finanziario (*Finance First*), e, dall'altro la filantropia, che viceversa ha come solo obiettivo la generazione di un impatto ambientale o sociale il più elevato possibile (*Impact First*). Da una parte, notiamo quindi che per la prima volta si è andati contro il principio su cui erano state basate tutte le scelte finanziarie ed economiche dall'ottocento ad oggi, quello dell'utilitarismo, che incitava a ricercare la "massima felicità per il maggior numero di persone"(Bentham, 1780). Dall'altra parte, ci accorgiamo che l'*impact investing* non si limita semplicemente a gestire in modo sostenibile le risorse limitate del nostro pianeta o a ridurre l'inquinamento, secondo una logica meramente ecologista.

1.2 Caratteristiche dell'*impact investing*

1.2.1 Tipologie di impatto

All'interno della definizione di *impact investing* può essere fatta una macro classificazione che prevede la suddivisione in investimenti ad "impatto sociale", quali la sanità, l'*housing* sociale, l'educazione, ed investimenti ad "impatto ambientale", che comprendono tematiche come la deforestazione, l'inquinamento, le energie rinnovabili e la gestione delle fonti idriche.⁴

Esiste tuttavia una corrente di pensiero che, seguendo l'impostazione proposta dal GIIN, considera questi due settori, quello ambientale e quello sociale, altamente interconnessi e complementari. Per fare un esempio, basti pensare alle gravi conseguenze sociali causate dai cambiamenti climatici: l'anomalo innalzamento delle temperature, specialmente in alcune zone particolarmente soggette a questo fenomeno, sta costringendo intere popolazioni ad emigrare verso paesi con condizioni di vita più accettabili (è chiaro, in questo caso, come il fenomeno possa essere analizzato secondo una duplice prospettiva, quella sociale e quella ambientale).

Questa corrente di pensiero è abbastanza diffusa tra gli investitori. Come infatti emerge dal sondaggio annuale condotto dal GIIN, l'*Annual Impact Investor Survey*, relativo all'anno 2018, oltre la metà degli investitori intervistati ha dichiarato di impegnare i propri fondi soltanto in progetti con obiettivi che tocchino tematiche sia ambientali che sociali; soltanto circa il 10% preferisce progetti con obiettivi esclusivamente "ambientali", mentre il 40% degli investitori preferisce puntare solo su progetti ad impatto sociale. Da questo dato si evince come la disciplina, dal punto di vista della sostenibilità ambientale, sia chiaramente ancora in una fase di sviluppo iniziale (*early stage*). Il motivo di tale preferenza è probabilmente da ricercare nella maggiore "longevità" delle tematiche sociali rispetto a quelle ambientali.

⁴ Per un approfondimento sulle aree di influenza degli investimenti ad impatto, cfr. par. 2.2.

1.2.2 Performance e rendimenti

Un'altra caratteristica che contraddistingue gli *impact investments* è la loro tendenza ad avere un rendimento sorprendentemente elevato, specialmente se si considera il lungo termine, come evidenziato da uno studio della società Lfde⁵, condotto su circa cinquecento aziende emittenti di strumenti finanziari ad impatto, dal 2010 al 2018. Come si nota dal grafico in Figura 2, il portafoglio composto dalle quaranta società con punteggi ESG migliori⁶ (*Top 40*) genera una performance più di due volte superiore rispetto al portafoglio *Flop 40*, che raggruppa le società con i punteggi peggiori. Inoltre, è interessante notare come tutti i portafogli analizzati, sia i migliori che i peggiori, presentino livelli di rischio praticamente uguali, rendendo quindi il rapporto rischio-rendimento molto più favorevole per i portafogli con buoni punteggi. Da questo studio si evince come la categoria degli *impact investments* non attragga soltanto investitori interessati solamente ad obiettivi ambientali e sociali, non interessati alle logiche utilitaristiche (i cosiddetti filantropi), ma anche investitori “tradizionali”, attirati dalle elevate opportunità di profitto offerte da questo genere di investimenti.

Figura 2 – Differenza dei rendimenti tra società con buoni punteggi ESG e società con cattivi punteggi



Fonte: La financière de l'Echiquier 2019, *SRI & Performance*

1.2.3 Caratteristiche del mercato

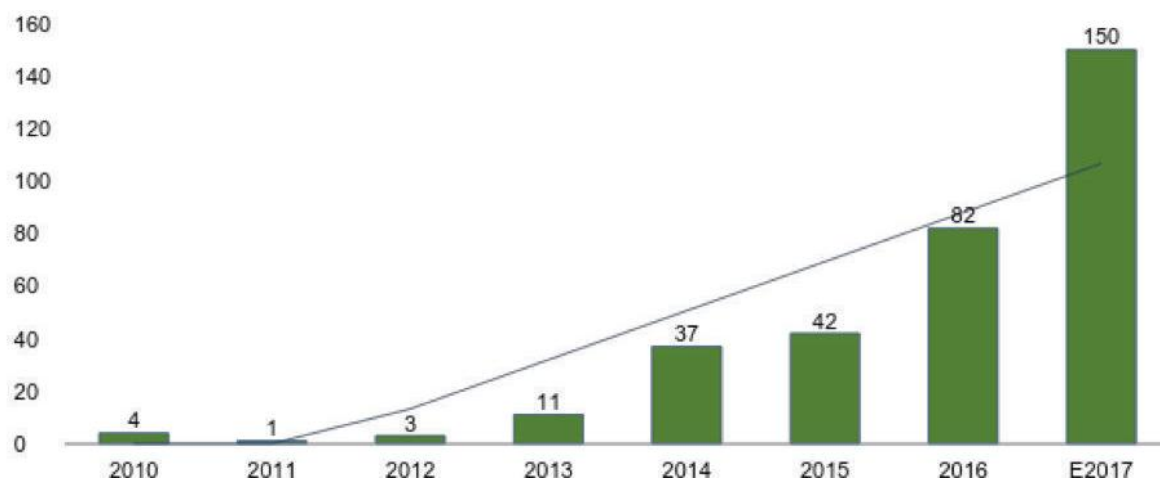
Gli investimenti ad impatto hanno conosciuto un rapido sviluppo negli ultimi anni. Nel corso del 2018 gli *asset* relativi all'*impact investing* sono arrivati a valere 502 miliardi di euro, più del doppio rispetto al 2017, e sono addirittura quintuplicati rispetto ai valori del 2015 (98 miliardi di euro). Come si può vedere dalla Figura 3, gran parte di questa crescita è dovuta all'enorme successo registrato dalla categoria dei *green bond* negli ultimi anni.⁷

⁵ La *financière de l'Echiquier* è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Francia.

⁶ Società particolarmente virtuose sotto il profilo del rispetto ambientale (*Environmental*), della sostenibilità sociale (*Social*) e della buona *governance* aziendale (*Government*).

⁷ Cfr. par. 1.3.2.

Figura 3 – Emissioni di *green bond* dal 2010 al 2017



Fonte: Climate Bond Initiative, Moody's, *Environmental Finance*

Per quanto riguarda invece gli investitori, essi sono composti per il 67% da *asset manager*, 11% sono fondazioni e solo il 4% è rappresentato da banche. Il restante 18% si suddivide principalmente in istituzioni finanziarie per lo sviluppo, *family office*, fondi pensione e assicurazioni. Interessante notare come quasi il 50% degli investitori provenga dal nord America, mentre sono circa un terzo quelli europei.

Impossibile non citare, infine, una delle cause più importanti della diffusione di questi strumenti, cioè l'entrata nel mercato degli *impact investments* di grandi operatori finanziari, come per esempio *Bain Capital*⁸, società di investimento americana che gestisce oltre 105 miliardi di dollari di capitale. Il fatto che organizzazioni così famose e potenti abbiano deciso di iniziare a finanziare gli investimenti ad impatto ha contribuito ad aumentare l'appel di questo settore, cominciando ad attrarre quindi un numero sempre maggiore di operatori, specialmente quelli che, precedentemente, reputavano questo genere di investimenti troppo rischiosi o troppo poco profittevoli.

1.3 Gli strumenti finanziari

Andremo ora ad analizzare brevemente le categorie di strumenti finanziari ad impatto più diffuse sul mercato europeo ed extraeuropeo.

1.3.1 I fondi di investimento

I fondi comuni sono definiti dalla Consob⁹ come: “strumenti di investimento, gestiti dalle società di gestione del risparmio (sgr) che riuniscono le somme di più risparmiatori e le

⁸ <https://www.baincapital.com/news/bain-capital-double-impact-makes-flagship-community-building-investment-rural-sourcing> .

⁹ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

investono, come un unico patrimonio, in attività finanziarie (azioni, obbligazioni, titoli di stato, ecc.)”.¹⁰

Ovviamente, per essere considerati “ad impatto”, questi fondi devono limitarsi ad investire in progetti che generino significativi (e misurabili) effetti positivi sotto il profilo ambientale e/o sociale. Per questo motivo è fondamentale che la misurazione dei risultati, effettuata ex post per capire quanto effettivamente l’investimento abbia prodotto gli effetti desiderati, sia attenta, dettagliata e trasparente.¹¹

I fondi si suddividono in due gruppi, a seconda che effettuino investimenti diretti oppure indiretti. La prima categoria si caratterizza per il fatto che sia il fondo stesso ad investire direttamente in organizzazioni ad alto impatto socio-ambientale. Nel secondo gruppo invece, l’azione è indiretta, infatti l’investimento avverrà a favore di altri fondi o di titoli che a loro volta finanziano organizzazioni ad alto impatto socio-ambientale. Nel primo caso c’è, quindi, una correlazione diretta tra il fondo e la società titolare del progetto ad impatto; nel secondo, invece è presente una “mediazione” da parte di un altro soggetto. È chiaro che soltanto in caso di investimenti diretti il fondo può analizzare e conoscere i progetti in cui andrà ad investire, scegliendoli in base alle proprie preferenze. Al contrario, negli investimenti indiretti, sarà obbligato a “fidarsi” delle scelte e delle valutazioni della società mediatrice.

1.3.2 I *green bond*

I *green bond* sono titoli obbligazionari che hanno la caratteristica di essere legati a progetti che si prefiggono l’obiettivo di generare un impatto positivo dal punto di vista ambientale, (più avanti analizzeremo gli strumenti finanziari che, invece, si concentrano di più sull’impatto sociale). Si parla, per esempio, di progetti che hanno a che fare con l’efficienza energetica, le fonti rinnovabili, l’uso sostenibile delle risorse idriche, ecc.

Questa tipologia di strumenti finanziari è relativamente nuova; la prima obbligazione verde, infatti, fu lanciata soltanto nel 2007 da parte della BEI, la Banca Europea degli Investimenti, con l’obiettivo di sovvenzionare progetti che proponessero soluzioni ai cambiamenti climatici. In Italia, invece, il primo *green bond* fu lanciato soltanto nel 2014 da Hera, una multiservizi italiana¹² che opera nello smaltimento dei rifiuti e nella distribuzione di gas, acqua ed energia.

Il mercato dei *green bond*, seppur molto giovane, è in espansione. I dati relativi agli ultimi anni, infatti, confermano questo trend di crescita: nel 2016 il valore dei *green bond* lanciati sul mercato ha raggiunto i 95 miliardi di dollari, che, se confrontati con i 48 dell’anno precedente, dimostrano una crescita di quasi il 100% (*Bloomberg New Energy Finance*).¹³ Per quanto riguarda invece l’anno corrente, il valore delle emissioni nei primi sei mesi del 2019 ha raggiunto gli 86,4 miliardi di dollari, registrando un aumento del 120% rispetto allo stesso periodo del 2018 (*Refinitiv*).¹⁴

¹⁰ <http://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni> .

¹¹ Per un approfondimento sulle tecniche di misurazione degli impatti cfr. par. 2.1.

¹² Una multiservizi è una società che fornisce due o più servizi pubblici.

¹³ <https://about.bnef.com/blog/green-bonds-2016-review/> .

¹⁴ <https://www.refinitiv.com/perspectives/market-insights/tracking-the-growth-of-green-bonds/> .

L'investimento in *green bond* rappresenta un finanziamento di tipo diretto. È infatti il singolo investitore, detto anche investitore *retail* o “al dettaglio”, che decide autonomamente in quali progetti investire, secondo le proprie preferenze. Al contrario, invece, quando si decide di affidare il capitale ad un investitore istituzionale, come può essere un fondo d'investimento, si effettua un'operazione indiretta. In questo caso è infatti l'organizzazione che gestisce le risorse finanziarie affidatele, sempre investendo per conto dei suoi aderenti, ma senza che essi possano partecipare alla scelta dei progetti su cui investire.

1.3.3 I *social bond*

I *social bond* sono una particolare categoria di obbligazioni che ha come obiettivo il finanziamento di progetti con un impatto sociale positivo. Le iniziative di interesse sociale che possono essere finanziate dai *social bond* riguardano vari ambiti, dall'occupazione all'educazione, dall'*housing* sociale all'immigrazione, ecc.

È opportuno sottolineare che esistono anche dei *social bond*, detti *grant based*, che prevedono venga devoluta una parte dell'investimento ad organizzazioni *no profit*. Questa, come già accennato nel paragrafo 1.1, trattandosi di un'operazione di carattere filantropico, non rientra nella definizione di investimento ad impatto, in quanto in contrasto con uno dei tre principi della disciplina, quello della necessità di un ritorno economico per gli investitori.

Come si può notare dalla [Figura 4](#), i *social bond*, così come i *green bond*, stanno vivendo una fase di espansione. Analizzando il grafico, si osserva come l'emissione di nuovi *social bond* nel 2018 abbia superato gli 11 miliardi di dollari, registrando un aumento del 41% rispetto all'anno precedente. La maggior parte delle obbligazioni sono governative, cioè emesse dagli Stati nazionali (70%), mentre quelle emesse dal settore privato ragguagliano il 26%.

Figura 4 – Emissione di *social bond* per settore

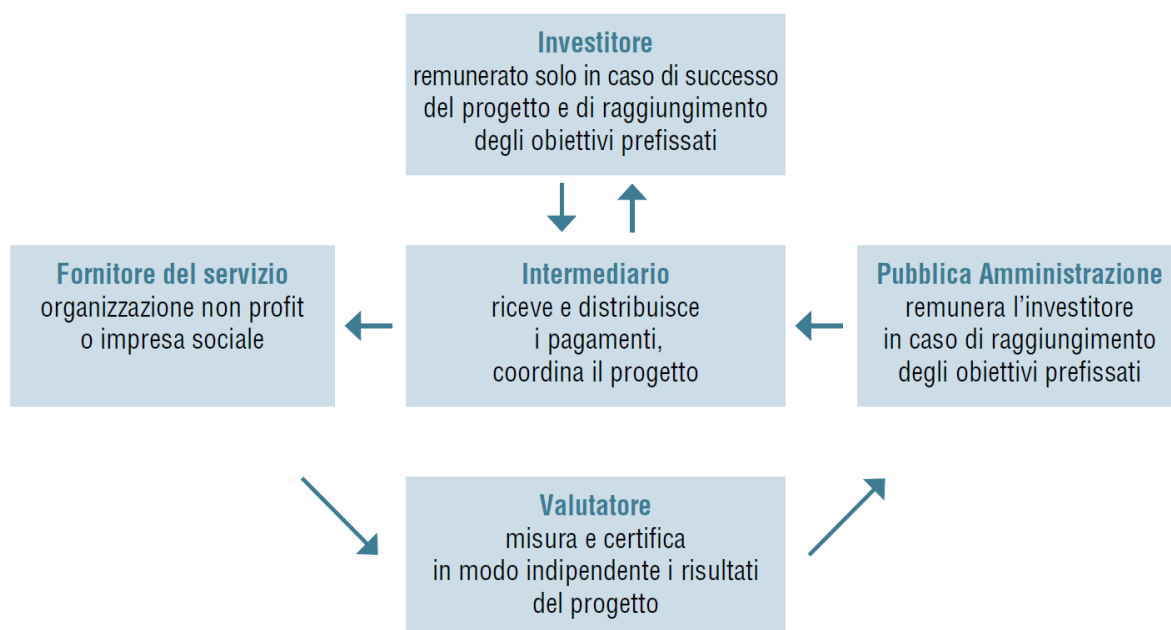


Fonte: BloombergNEF

1.3.4 I *social impact bond*

Una delle categorie di strumenti finanziari più innovative è quella dei *social impact bond* (SIB), detti anche obbligazioni “*pay by result*” o “*pay for success*”. Anche questi, così come i *social bond*, hanno l’obiettivo di generare un impatto sociale positivo, ma la differenza tra le due tipologie sta nel fatto che, mentre il *social bond* è un’obbligazione vera e propria, il cui rendimento è garantito agli investitori, il SIB garantisce la remunerazione solo nel caso in cui venga effettivamente realizzato l’impatto sociale previsto dal progetto. È chiaro, quindi, che per quanto riguarda questa tipologia di investimenti, assume una rilevanza cruciale il tema della misurazione dell’impatto generato. Esso deve avvenire nel modo più trasparente, preciso e completo possibile, per assicurare ad investitori e organizzazioni emittenti una valutazione onesta e corretta dei risultati. Senza di essa infatti, i primi sarebbero restii ad investire in questo genere di strumenti finanziari, mentre i secondi avrebbero difficoltà a valutare l’effettivo successo dei progetti realizzati e quindi a capire quando remunerare gli investitori e quando, invece, non farlo.

Figura 5 – Il funzionamento dei *Social Impact Bond*



Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile

Il funzionamento dei *social impact bond*, come evidenziato nella [Figura 5](#), prevede cinque soggetti, definiti portatori di interesse. Tra questi troviamo l’investitore, cioè colui che sottoscrive il SIB, e il valutatore, che ha il compito di misurare l’impatto generato e che deve essere obbligatoriamente un soggetto indipendente. L’intermediario specializzato è colui che emette i SIB, che raccoglie i fondi e distribuisce le remunerazioni agli investitori e che coordina il progetto. La quarta figura è quella del fornitore del servizio: si tratta dell’organizzazione, anch’essa indipendente, che ha il compito di offrire la prestazione prevista nel SIB. Infine, il quinto ed ultimo portatore di interesse è la Pubblica Amministrazione, il soggetto incaricato di remunerare gli investitori in caso di raggiungimento degli obiettivi prefissati. La generazione dell’impatto positivo previsto dal

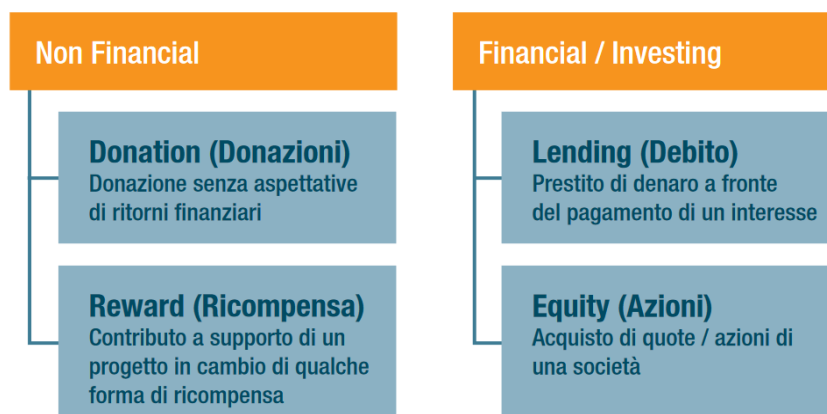
progetto di investimento, infatti, permette alla Pubblica Amministrazione un risparmio di risorse che possono quindi essere destinate alla remunerazione degli investitori.

La disciplina dei *social impact bond* è molto recente, basti pensare che il primo strumento finanziario di questa categoria è stato emesso soltanto nel 2010 nel Regno Unito. Secondo i dati forniti dall'organizzazione britannica *Social Finance*, i *Social Impact Bond* attualmente attivi in tutto il mondo sono 137, di cui quasi una cinquantina sono stati lanciati soltanto negli ultimi due anni. L'investimento complessivo raggiungerebbe i 440 milioni di euro, ma il dato veramente importante è che l'impatto sociale positivo previsto da questi progetti dovrebbe arrivare ad interessare addirittura più di un milione e mezzo di persone. Al momento, questo genere di strumenti finanziari sono presenti in 25 paesi, con una netta predominanza da parte del Regno Unito, che ha avviato addirittura 47 progetti, seguono Stati Uniti (26 progetti), Olanda (11) e Australia (10). I *social impact bond* europei sono circa il 56%. I SIB attualmente in via di sviluppo, invece, sono 69, dei quali, però, soltanto 22 sono europei. Il dato dimostra, quindi, come questo settore stia cominciando a coinvolgere sempre di più anche paesi africani e dell'America Latina, che ad oggi sono stati interessati solo parzialmente dal fenomeno. Infatti, i *social impact bond* lanciati negli anni precedenti in Africa e in Sud America erano stati soltanto il 5% del totale.¹⁵ Infine, per quanto riguarda le tematiche trattate, la maggior parte dei progetti affronta questioni sociali complesse come il sostegno all'occupazione e all'inserimento dei rifugiati, la solitudine nella terza età ed il ricollocamento e il reinserimento dei giovani senz'atetto e dei giovani detenuti.

1.3.5 Il crowdfunding

Un'altro strumento finanziario integrato nell'ambito dell'*impact investing* è il *crowdfunding* (da *crowd* = folla, massa e *funding* = finanziamento). Esso nasce per fornire un'alternativa alle imprese che trovano difficoltà ad accedere ai canali di finanziamento tradizionali per finanziare i propri progetti e consiste nella possibilità di raccogliere fondi e risorse finanziarie tramite piattaforme online.

Figura 6 – Le diverse tipologie di *crowdfunding*



Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile

¹⁵ Dati forniti da *Social Finance UK Database* (<https://sibdatabase.socialfinance.org.uk/>), data di accesso: 21 ottobre 2019.

Il *crowdfunding* si suddivide in “finanziario” e “non finanziario”. Queste due categorie, a loro volta, si suddividono in altre due sottocategorie (Figura 6). I modelli non finanziari sono quello del *donation crowdfunding*, che, a fronte del finanziamento in denaro, non prevede alcuna forma di ritorno economico (in sostanza si tratta di una donazione a scopo filantropico), e il *reward crowdfunding*, che prevede la distribuzione di ricompense, che però non devono essere monetarie. Proprio per questa impostazione “non finanziaria”, queste due tipologie di *crowdfunding* non rientrano nella definizione di *impact investing*.

Vi rientrano invece, i due modelli finanziari della disciplina. Il primo è il *lending crowdfunding*, dove i finanziatori sottoscrivono un prestito sapendo che, alla fine del periodo prefissato, riceveranno il capitale inizialmente investito con una maggiorazione legata al tasso di interesse connesso al prestito (che di solito si attesta tra il 4 e il 7%). Il modello *lending* si suddivide nella forma del *peer-to-peer*, in cui i soggetti investitori decidono direttamente in quali progetti investire (investimento diretto), e in quella del *social lending*, in cui le piattaforme web fungono da intermediari tra le società e i finanziatori che, in questo caso, non possono scegliere in modo autonomo su quali progetti impegnare le proprie risorse (investimento indiretto). Dal punto di vista dell'*impact investing*, la forza del *lending crowdfunding* sta nel fatto che è possibile riuscire a far finanziare, parzialmente o addirittura interamente, progetti a forte impatto ambientale e/o sociale dagli stessi cittadini portatori di interesse, è sufficiente soltanto convincerli dei benefici associati a quel particolare progetto.

Infine, l'ultima tipologia è quella dell'*equity crowdfunding*, che consente alle imprese di finanziarsi tramite la raccolta di capitale di rischio sottoscritto da finanziatori privati. Essi, a loro volta, diventeranno a tutti gli effetti azionisti della società, con la possibilità, quindi, di partecipare e sostenere le iniziative imprenditoriali e con diritto di partecipazione alla distribuzione degli eventuali utili.

Anche questo innovativo strumento di finanziamento, pur essendo molto recente, i primi esempi di *crowdfunding*, infatti, sono emersi soltanto verso la fine degli anni 2000, ha comunque registrato una notevole crescita. In poco più di una decina d'anni, il mercato globale del *crowdfunding* ha superato, nel 2018, i 10 miliardi di dollari di valore e, secondo le stime, dovrebbe raggiungere i 29 miliardi di dollari entro la fine del 2025, con un tasso di crescita annuo del 16%. Interessante notare, infine, come la Cina sia il paese in cui il *crowdfunding* è maggiormente presente, 37% del mercato globale, con Stati Uniti ed Europa rappresentati rispettivamente dal 33% e dal 18%.¹⁶

¹⁶ Dati forniti da *Valuates Reports*, <https://www.prnewswire.com/in/news-releases/the-global-crowdfunding-market-was-valued-at-10-2-billion-us-in-2018-and-is-expected-to-reach-28-8-billion-us-with-a-cagr-of-16-by-2025-valuates-reports-888819175.html>.

Capitolo 2

La misurazione degli impatti e i settori di applicazione

Come abbiamo già accennato nel capitolo precedente, un problema cruciale che viene posto agli operatori finanziari è quello di una corretta misurazione dell'impatto generato, sia esso sociale o ambientale, per offrire agli investitori informazioni il più dettagliate e complete possibili al momento della scelta dei progetti sui quali investire. Questo capitolo verrà dedicato quindi alle varie tecniche di misurazione degli impatti, distinguendo tra quelli ambientali e quelli sociali, i quali, come vedremo, saranno più complicati da analizzare. Inoltre, verrà proposta una panoramica dei diversi settori, detti anche aree di intervento, in cui si concentrano maggiormente gli investimenti a forte impatto socio-ambientale tipici dell'*impact investing*.

2.1 Le tecniche di misurazione

La misurazione degli impatti generati, che, come detto, è alla base di questa disciplina, consiste prima di tutto nella ricerca e nella raccolta di dati, sia quantitativi che qualitativi, che consentano di valutare l'efficacia del progetto oggetto dello strumento finanziario analizzato. Questa misurazione (e la successiva rendicontazione) è opportuna per un duplice motivo, oltre ad essere ovviamente importante da un punto di vista interno, perché permette ai vertici societari di fare una valutazione *ex post* riguardo all'efficacia delle strategie messe in atto, è fondamentale per fornire agli *stakeholders* un feedback sugli esiti della gestione aziendale. Negli ultimi anni, infatti, è in atto un cambiamento nella cultura finanziaria che sta rendendo gli investitori sempre più attenti e responsabili nel valutare i progetti in cui vogliono investire, obbligando quindi le aziende a dare un peso sempre maggiore al principio dell'*accountability*, definita come l'obbligo di rendere conto delle proprie decisioni, divulgando i risultati delle attività in modo trasparente e accettandone le responsabilità.

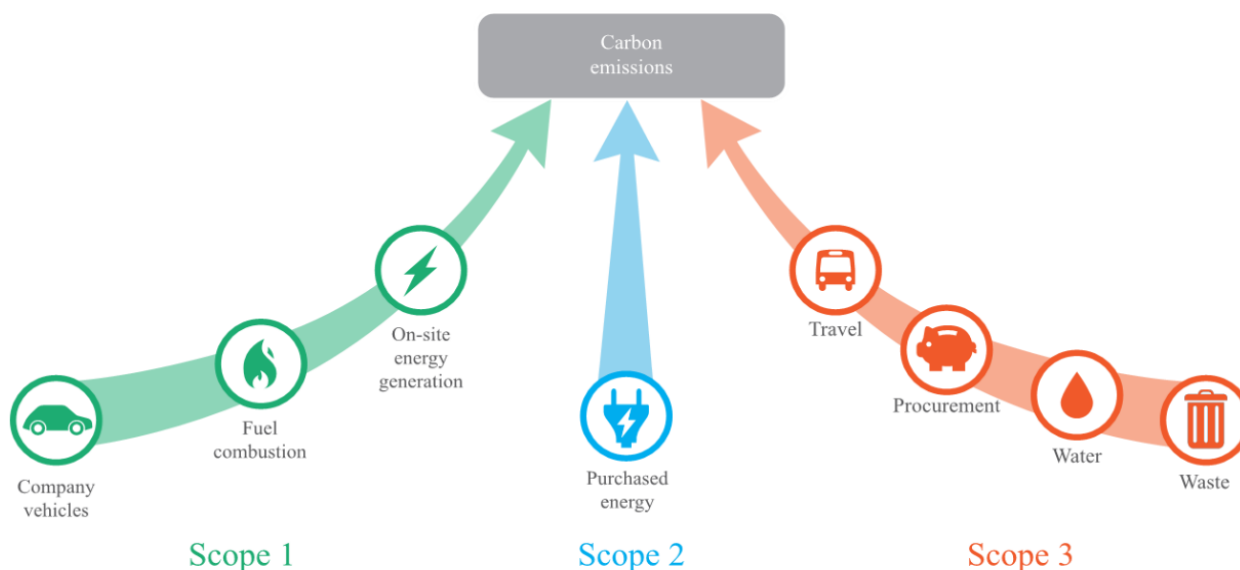
Verranno quindi evidenziate, nei paragrafi successivi, le principali metodologie di misurazione degli impatti che vengono utilizzate dalle società e dalle aziende, distinguendo tra quelle principalmente usate per misurare gli impatti ambientali e quelle adatte per gli impatti sociali. Ricordiamo che, come già accennato nel paragrafo 1.2.1, è possibile che determinati progetti prevedano la generazione di un impatto sia sotto il profilo ambientale che sotto il profilo sociale. In questi casi è importante che per l'analisi *ex post* vengano utilizzate le tecniche relative ad entrambe le categorie, in modo tale da fornire agli *stakeholders* una panoramica che sia il più possibile completa e corretta.

2.1.1 Impatti ambientali

Per quanto riguarda la misurazione dell'impatto ambientale, la tecnica più utilizzata si basa su una mera analisi di dati quantitativi, cioè di numeri, ed è il cosiddetto *carbon footprint*, la

misura che esprime “il totale delle emissioni di gas ad effetto serra¹⁷ associate direttamente o indirettamente ad un prodotto, organizzazione o servizio, espresse in CO₂”.¹⁸

Figura 7 – Le 3 tipologie di *Scope*



Fonte: *Scope 3 Methodology*, ARUP Group, maggio 2018

Determinare il *carbon footprint* non è così semplice come potrebbe sembrare. È necessario prima di tutto fare una distinzione tra le emissioni inquinanti. A questo proposito è consuetudine utilizzare la classificazione proposta dal *Greenhouse Gas Protocol*¹⁹, che consiste nell'identificare tre livelli di emissioni (Figura 7). Il primo, il cosiddetto *Scope 1*, comprende le emissioni dirette, quelle chiaramente attribuibili a fonti o ad attività dell'azienda o del progetto esaminato (per esempio i combustibili fossili bruciati per riscaldare gli edifici). Lo *Scope 2* comprende invece le emissioni legate all'energia che l'impresa acquista, sono quindi emissioni indirette (questo è il caso dei combustibili bruciati da terzi per creare energia). L'ultimo *Scope*, il numero 3, incorpora tutte le altre emissioni collegate all'attività dell'azienda/progetto, non facenti parte dei precedenti due *Scope* (ad esempio quelle relative agli spostamenti casa-lavoro dei propri dipendenti). Tuttavia, l'identificazione e la misurazione degli *Scope 2* e *3* è spesso complicata. C'è il rischio, infatti, che si presenti il problema di un “doppio conteggio”, cioè quando, nel calcolo totale finale, la stessa emissione inquinante viene contata due volte. Ad esempio, l'azienda A comprenderà nel suo *Scope 2* le emissioni relative all'energia che acquista, mentre l'azienda B, la fornitrice di energia, conterà di nuovo, stavolta come *Scope 1*, le stesse emissioni, generate per produrre l'energia acquistata dall'azienda A. Per semplicità, quindi, quando nella maggior parte dei casi si parla di “riduzione delle emissioni”, ci si riferisce principalmente a quelle di *Scope 1*. Infine, è importante aggiungere che la maggior parte delle società quotate ha l'obbligo di mettere a

¹⁷ Rientrano in questa categoria le emissioni di: anidride carbonica, metano, protossido d'azoto, idrofluorocarburi, esafluoruro di zolfo e perfluorocarburi (Protocollo di Kyoto, 1997).

¹⁸ Ministero dell'ambiente e della tutela del territorio e del mare: <https://www.minambiente.it/pagina/cose-la-carbon-footprint>.

¹⁹ <http://ghgprotocol.org/>.

disposizione i dati relativi alle proprie emissioni inquinanti²⁰, rendendone quindi molto più facile la raccolta e l'analisi.

Per la sua immediatezza e la relativa facilità di reperibilità dei dati, il calcolo del *carbon footprint* rimane la tecnica più diffusa tra investitori ed organizzazioni. Tuttavia, sarebbe sbagliato pensare che il calcolo dell'impatto ambientale possa limitarsi soltanto a questo metodo. Ridurre le emissioni di CO₂ (e, in generale, dei gas ad effetto serra) è soltanto uno dei tanti modi in cui un'azienda o un progetto può produrre conseguenze positive dal punto di vista ambientale.

Esistono, infatti, altri metodi, ognuno dei quali riguarda una tematica ambientale particolare. Ad esempio, per misurare l'impatto generato, in alcuni casi può essere utilizzato il calcolo dell'impronta idrica ("*water footprint*"), che corrisponde all'ammontare totale di acqua dolce consumata lungo l'intera catena di produzione (del prodotto o del servizio), mentre in altri, invece, può essere calcolato il livello di deforestazione che un determinato progetto comporta.

È comunque importante una considerazione. A volte, elevati indicatori di emissioni CO₂ non sono sinonimo di aziende poco attente ad un impatto ambientale positivo. Esistono, infatti, diversi fornitori di servizi utilissimi per il miglioramento della situazione ambientale (come le società attive nel riciclo sostenibile dei rifiuti), che per la natura stessa dei servizi che offrono non sono caratterizzati da un basso livello di emissioni ad effetto serra. Bisogna fare attenzione, quindi, a non basare le nostre scelte in tema di investimenti ad impatto ambientale prendendo il *carbon footprint* come un parametro di verità assoluto, ma, piuttosto, come uno strumento da usare in maniera razionale, che ci aiuti a scegliere il miglior progetto di investimento.

2.1.2 Impatti sociali

Prima di descrivere nel dettaglio le tecniche di misurazione dell'impatto sociale, è innanzitutto importante chiarire di cosa stiamo parlando. L'OECD²¹ definisce l'impatto sociale come "gli effetti, positivi e negativi, primari e secondari, prodotti a lungo termine da un intervento di sviluppo, diretto o indiretto, intenzionale o indesiderato".²² Nella definizione si evidenzia il fatto che, nella fase di valutazione ex post dell'impatto creato, si debbano tenere in considerazione tutti gli effetti prodotti, non soltanto quelli che ci eravamo proposti di generare, ma anche quelli eventualmente causati in maniera non volontaria, siano essi positivi o, come può accadere in caso di effetti involontari, anche negativi.

Fatta questa doverosa premessa possiamo ad analizzare come le organizzazioni, gli emittenti di strumenti finanziari ad impatto ed anche i semplici investitori possono misurare l'impatto sociale dei singoli progetti. Innanzitutto è importante sottolineare il fatto che, a differenza dell'impatto ambientale, in questo caso di solito non si dispone di "semplici" dati quantitativi, come possono essere il totale in metri cubi delle emissioni inquinanti o i litri d'acqua

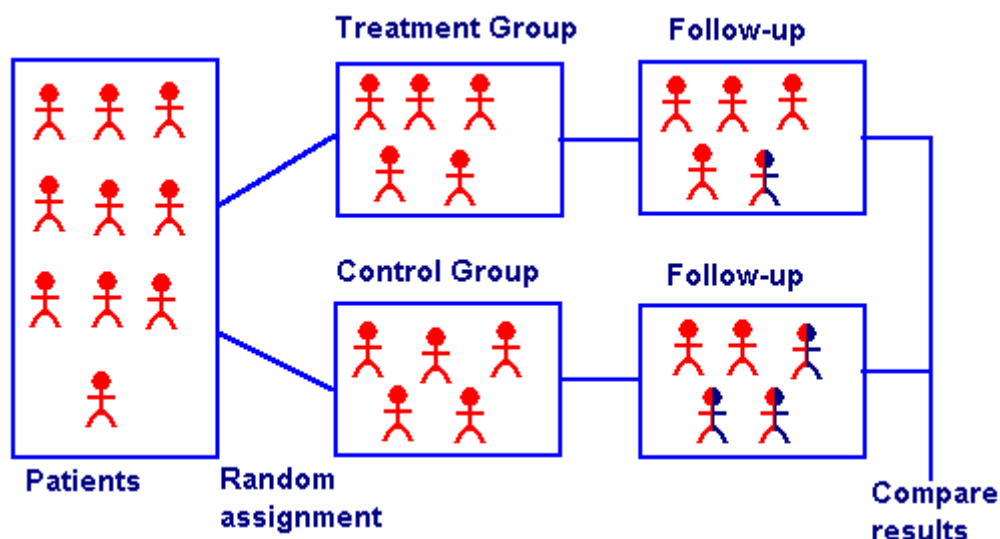
²⁰ Direttiva del Consiglio Europeo 2014/95/UE del 22 Ottobre 2014 sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità. In Italia, Dlgs. 30 dicembre 2016, n.254.

²¹ *Organisation for Economic Cooperation and Development*.

²² Definizione tradotta da: OECD, *Development results, an overview of results measurement and management*, 2013: <https://www.oecd.org/dac/peer-reviews/Development-Results-Note.pdf>.

consumata. Ci si dovrà quindi basare su analisi qualitative, più che quantitative. A questo proposito, il metodo considerato più efficace, non tanto per la certezza dei dati che fornisce, quanto per l'intuitività che lo caratterizza, è l'analisi controfattuale o, usando il termine statistico, *Propensity Score Matching* (Figura 8).

Figura 8 – Il funzionamento dell'analisi controfattuale



Fonte: *SUNY Downstate*

Questa analisi consiste, innanzitutto, nell'identificare un campione della popolazione che vogliamo osservare e dividerlo (in maniera del tutto casuale!) in due gruppi, da una parte si creerà il gruppo di riferimento, composto da quella metà della popolazione in esame che sarà sottoposta all'attività oggetto di analisi, dall'altra il gruppo di controllo, che consisterà nell'altra metà della popolazione che invece non beneficerà dell'attività. Il passo successivo sta nell'analizzare attentamente le conseguenze in entrambi i gruppi di studio. L'impatto prodotto, cioè l'effetto sociale conseguente all'implementazione di un determinato progetto, consisterà quindi nella differenza tra i risultati che emergeranno dal gruppo di riferimento, definiti "situazione fattuale", e quelli riscontrati nel gruppo di controllo, definiti, invece, "situazione controfattuale".

Oltre all'analisi controfattuale, esiste un altro metodo spesso usato per valutare l'impatto sociale di un determinato progetto di investimento: l'*Impact Reporting and Investment Standard (IRIS)*.²³ Esso, tramite la raccolta anonima di dati relativi a centinaia di organizzazioni, crea delle liste di indicatori, di parametri di riferimento, relativi ad una vasta gamma di progetti ad impatto già esistenti. Gli utenti, sia organizzazioni che investitori, possono poi liberamente consultare i dati presenti nelle liste IRIS e compararli con i loro progetti, per prevederne l'eventuale impatto generato.

Diamo ora uno sguardo ad alcune delle ulteriori metodologie in uso presso investitori ed organizzazioni. Seppur queste vengano usate assai di rado, in quanto approssimative o troppo

²³ <https://iris.thegiin.org/>.

onerose, è comunque importante elencarle, in modo tale da avere una visione completa riguardo alla disciplina delle misurazioni degli impatti sociali.

La prima tecnica è quella del *Social Impact Assessment* (SIA), che esamina ex ante gli impatti sociali che si potrebbero generare tramite un metodo di previsione statistico-econometrico.

Il *Social Return On Investment* (SROI), invece, basandosi sull'impostazione dell'analisi costi-benefici, consente di esprimere in forma monetaria l'impatto sociale generato da uno specifico intervento. Esso è, quindi, un rapporto che indica quanto "valore sociale" in euro viene creato per ogni euro di investimento.

Infine, un'ultima tecnica di misurazione, utilizzabile solamente nel caso in cui si stia valutando un *Social Impact Bond*, consiste nel calcolare il risparmio di spesa pubblica generato dall'attività prevista. Tanto più sarà elevato il risparmio per la Pubblica Amministrazione, tanto maggiore sarà l'impatto sociale di quel determinato progetto.

Per concludere, quindi, è importante ricordare che, come già detto in precedenza, nessuna delle tecniche appena esposte è in grado di fornire valutazioni esatte, assolute ed oggettive. È invece richiesto, a chi valuta gli impatti, saper leggere correttamente i dati e i risultati forniti da questo genere di analisi qualitative e riuscire a darne un'interpretazione che sia comunque coerente con la situazione che si sta analizzando.

2.2 Settori di applicazione dell'*impact investing*

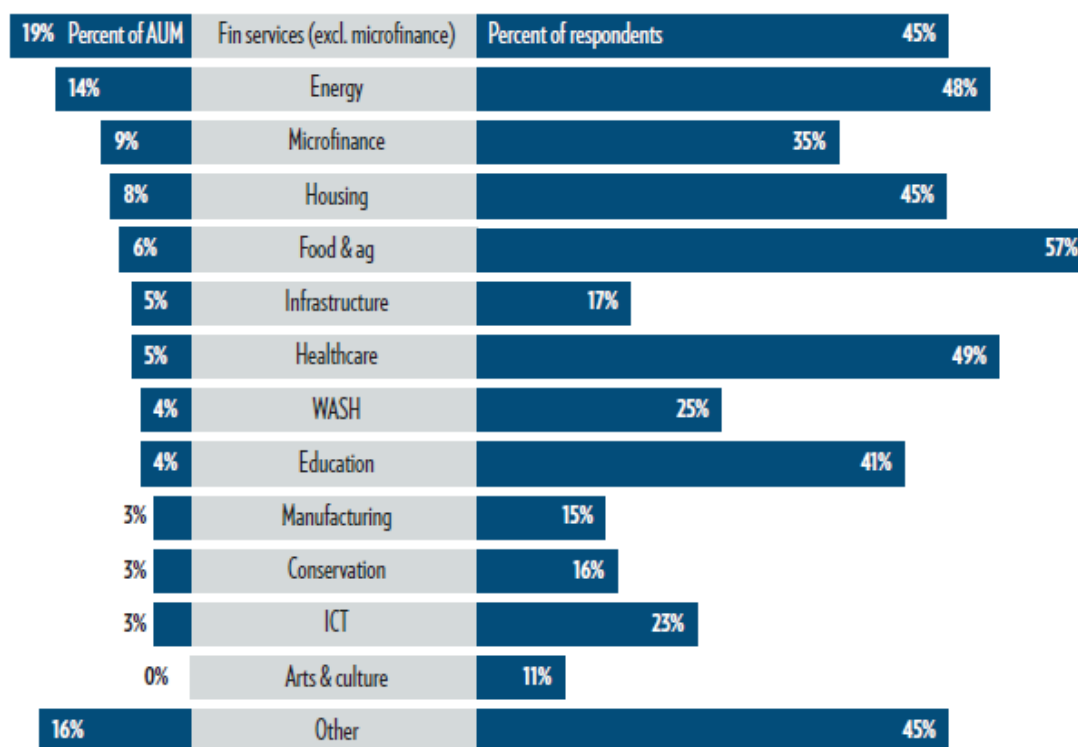
Gli investimenti ad impatto sono caratterizzati da progetti che si pongono l'obiettivo di generare un impatto positivo dal punto di vista ambientale o sociale. È normale, quindi, che questi strumenti finanziari siano più frequenti in alcuni settori piuttosto che in altri.

Nella Figura 9 vengono riportati i risultati di un sondaggio condotto dal GIIN nel corso del 2017 su circa 230 investitori che hanno destinato in totale 230 miliardi di dollari di capitale in investimenti ad impatto. Nella colonna di sinistra viene mostrata la percentuale del capitale totale destinata ad ogni settore e, come si può notare, si è investito maggiormente in quello dei servizi finanziari (19%); a seguire troviamo le energie sostenibili (14%), la microfinanza (9%), l'*housing* sociale (8%) e l'agricoltura sostenibile (6%).

Nella colonna di destra, invece, viene riportata la percentuale dei 230 intervistati che investe in ogni determinato settore. Ad esempio, analizzando il grafico, si nota come il settore più a cuore sia quello dell'alimentazione e dell'agricoltura sostenibile ("*food & ag.*"), nel quale vi investono il 60% degli intervistati. Seguono le energie rinnovabili e l'assistenza sanitaria; un intervistato su due, infatti, investe in queste due aree. Infine, altri settori che trovano particolare consenso sono quelli dell'*housing* sociale e dei servizi finanziari (45%).

Andremo ora ad analizzare brevemente i più rilevanti settori di applicazione degli *impact investments*, concentrandoci prima su quelli che accolgono attività ad impatto ambientale e passando poi a quelli che investono in progetti ad impatto sociale.

Figura 9 – I settori degli investimenti a impatto



Fonte: GIIN, *Annual Impact Investor Survey 2018*²⁴

2.2.1 Energie rinnovabili

Uno dei settori di intervento dell'*impact investing* più importanti e sviluppati, dal punto di vista dell'impatto ambientale, è quello delle energie rinnovabili. Con questo termine si intendono tutte quelle fonti energetiche che vengono prodotte da risorse naturali (sole, vento, ecc.) e che hanno la caratteristica intrinseca di essere inesauribili. Fanno parte di questa categoria l'energia eolica, quella idroelettrica, quella solare e quella geotermica.

Per quanto riguarda i dati relativi alla crescita del settore, si stima che dal 2010 ad oggi siano stati stanziati globalmente oltre 2500 miliardi di dollari in investimenti aventi ad oggetto le energie rinnovabili. È stato calcolato, inoltre, che, nell'anno 2018, il ricorso ad energia rinnovabile in sostituzione di quella derivante da combustibili fossili ha portato ad una diminuzione delle emissioni di CO₂ pari a due miliardi di tonnellate. Sorprendentemente, al primo posto della classifica dei paesi più virtuosi in tema di energie rinnovabili si trova la Cina, con 758 miliardi di dollari spesi, seguita dagli Stati Uniti e dal Giappone (rispettivamente 356 e 202 miliardi). L'Italia si trova comunque al settimo posto, davanti a paesi come Australia, Francia e Canada, avendo stanziato, negli ultimi dieci anni, 82 miliardi di dollari. Una menzione particolare la merita il comparto del fotovoltaico. Nell'arco temporale 2009-2019, l'energia solare ha rappresentato la metà degli investimenti in energia rinnovabile, raggiungendo una capacità installata di 663 Gw²⁵ (un aumento notevole, se

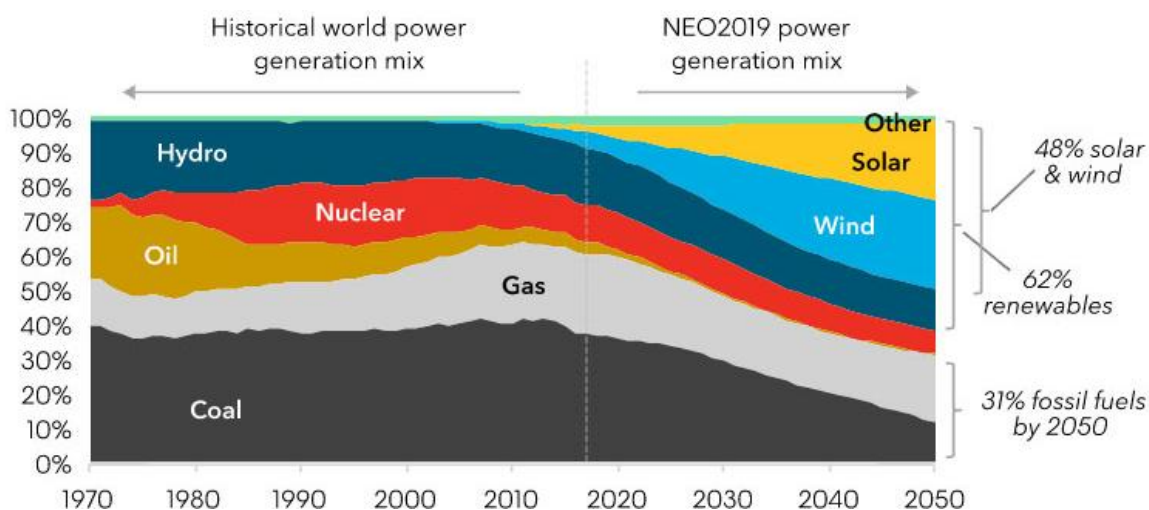
²⁴ https://thegiin.org/assets/2018_GIIN_Annual_Impact_Investor_Survey_webfile.pdf.

²⁵ Gigawatt, unità di misura della potenza. Un gigawatt corrisponde a un miliardo (10⁹) di watt.

confrontato con i 25 Gw di dieci anni fa). Per rendere l'idea, una tale quantità di energia è sufficiente per rifornire fino a 100 milioni di abitazioni per un anno intero.

Per quanto riguarda le prospettive di crescita del settore, ogni anno *BloombergNEF*²⁶ stila un rapporto, chiamato *New Energy Outlook*²⁷, in cui viene fornita la probabile evoluzione del mercato nel prossimo futuro. Stando al documento relativo all'anno 2019, entro il 2050 l'energia eolica e solare rappresenterà quasi il 50% dell'elettricità mondiale (Figura 10) e gli investimenti energetici arriveranno a toccare i 13,3 trilioni di dollari.

Figura 10 – Distribuzione globale della generazione di energia



Fonte: *BloombergNEF*

L'enorme crescita che questo settore sta vivendo può essere spiegata attraverso diverse cause. Tra queste possiamo citare la costante diminuzione del costo delle energie rinnovabili sul mercato (energia solare ed energia eolica costano entrambe circa il 25% in meno rispetto al prezzo che avevano dieci anni fa) e la possibilità di usufruire di sussidi governativi (sono quasi 150 i paesi che sostengono chi investe in questo settore).

2.2.2 Housing sociale

L'*housing* sociale si pone l'obiettivo di aumentare l'offerta sul mercato di alloggi accessibili economicamente anche alle classi medio-basse della popolazione e, allo stesso tempo, cerca di rendere tali abitazioni più efficienti dal punto di vista energetico. I progetti di edilizia sociale si caratterizzano, inoltre, per attività che tentano di favorire l'integrazione tra gli abitanti stessi.

Questo genere di investimenti è nato perché, negli ultimi anni, ci si è resi conto di un fenomeno che sta assumendo una portata sempre maggiore, la cosiddetta "*housing trap*". Esiste, infatti, una fascia di popolazione (si stima quasi 7,6 milioni di famiglie) che percepisce un reddito troppo elevato perché gli venga assegnata un alloggio popolare, ma allo stesso

²⁶ *Bloomberg New Energy Finance*, società di ricerca nel settore delle energie rinnovabili.

²⁷ <https://bnef.turtl.co/story/neo2019?teaser=true> .

tempo troppo basso per potersi permettere un'abitazione privata, dati gli elevati prezzi del mercato. Il costante aumento del numero delle persone comprese in questo "limbo" sta portando ad un allargamento sempre maggiore e sempre più preoccupante delle forbice socio-economica.

Come già accennato, il *social housing* si prefigge anche obiettivi ambientali, oltre che sociali, tramite la costruzione di case che rispettano gli standard di sostenibilità dal punto di vista dell'efficientamento energetico. Basti pensare che, attualmente, il settore immobiliare causa il 30% delle emissioni di anidride carbonica e consuma il 40% dell'energia prodotta in tutto il mondo.²⁸ È stato quindi previsto che, anche grazie ad un aumento degli investimenti nel settore che arriverà a toccare i 1000 miliardi di dollari annui, la costruzione di nuove abitazioni dovrà garantire minori consumi, agendo sul miglioramento degli impianti e limitando il problema delle dispersioni termiche, arrivando a ridurre il consumo di combustibili fossili del 90%.

In definitiva, in cosa consiste concretamente il *social housing*? Consiste in un'offerta di abitazioni che risponde a tre prerogative. Per prima cosa, dare l'opportunità di possedere un'abitazione a tutte le fasce della popolazione, compresa quella che si trova nella *housing trap*. La seconda consiste nel garantire uno standard di sostenibilità elevato nella costruzione delle abitazioni. Infine, la terza prerogativa che si pone l'*housing* sociale è quella di fornire anche un'assistenza successiva all'insediamento degli inquilini nei nuovi alloggi. Questa assistenza consiste nel miglioramento delle relazioni tra gli abitanti di uno stesso quartiere, tramite iniziative che favoriscano la creazione di un senso di appartenenza e di comunità tra di essi, oltre che nel fornire un'educazione sociale che si basi sulla minimizzazione degli sprechi.

2.2.3 Servizi educativi

La crescita economica e la ricchezza di un paese sono strettamente correlate all'istruzione che viene garantita ai suoi abitanti. È chiaro, quindi, che per tutti i governi, il settore dell'istruzione richieda un'attenzione particolare, in quanto da esso dipende gran parte del progresso umano ed economico del paese stesso.

Gli investimenti ad impatto che hanno come oggetto il miglioramento dell'istruzione, tuttavia, richiedono un approccio differente in base all'area geografica interessata. Nei paesi occidentali, più sviluppati, il problema dell'istruzione riguarda principalmente i costi troppo elevati dell'istruzione universitaria, che non dà l'opportunità a tutti equamente di usufruire di una preparazione completa e di qualità. Per quanto riguarda i paesi in via di sviluppo, invece, i problemi sono di ben altra entità e si riferiscono all'elevata percentuale di analfabetismo (circa il 40% della popolazione dell'Africa centro-meridionale non è in grado di leggere e scrivere) e alla scarsa qualità delle scuole, dove presenti (è stato riscontrato un grado di assenteismo tra gli insegnanti pari al 50%, oltre alla mancanza delle condizioni minime di igiene, con l'assenza di energia elettrica e acqua potabile nella maggior parte delle scuole).

²⁸ UNEP-FI, 2016. *Sustainable real estate investment. Implementing the Paris climate agreement: an action framework*. <https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/SustainableRealEstateInvestment.pdf>.

Nonostante la maggior parte degli investitori riconosca l'importanza strategica di questo settore, è altrettanto vero che le sue caratteristiche intrinseche ne hanno sempre frenato lo sviluppo (fino a qualche anno fa l'investimento in istruzione non raggiungeva nemmeno il 5% del totale degli *impact investments*). È difficile, per un investitore, concepire l'idea di impegnare le proprie risorse in progetti che spesso sono poco attraenti dal punto di vista finanziario. La spiegazione che sta dietro a rendimenti così poco elevati sta nel fatto che essi fanno riferimento ad un servizio che nella maggioranza dei casi è fornito gratuitamente, finanziato solamente tramite fondi pubblici o donazioni private.

Ne deriva una considerazione: nel settore dell'istruzione, ancora di più che negli altri precedentemente descritti, risulta fondamentale la responsabilità sociale degli investitori. Se essi infatti fossero stati mossi soltanto da logiche economiche e di profitto, questo settore non avrebbe mai avuto la possibilità di crescere. Inoltre, l'interesse dimostrato da figure importanti come Bill Gates e Mark Zuckerberg, ha attirato quantità sempre maggiori di investitori interessati al miglioramento dell'educazione, facendo passare questo settore da una semplice nicchia ad un mercato ampio e profittevole.

2.2.4 Microfinanza

Infine, l'ultimo settore di intervento degli investimenti a impatto è quello della microfinanza, conosciuta anche come "finanza inclusiva". Con tale termine si intende l'insieme degli strumenti finanziari che vengono offerti a quei soggetti solitamente esclusi dalla finanza classica a causa della loro situazione socio-economica precaria (donne, immigrati, giovani, piccole imprese, *start-up*, ecc.). Si tratta di un settore molto apprezzato tra gli investitori, sia perché, in generale, garantisce buoni rendimenti, sia perché contribuisce alla generazione di un impatto sociale positivo, data l'attenzione che rivolge a quelle categorie di persone che non riescono ad accedere a strumenti finanziari tradizionali, come assicurazioni e prestiti bancari.

Stando ai dati forniti dal *Microfinance Barometer 2019*²⁹, che annualmente riporta i trend del settore della microfinanza, i beneficiari di questa tipologia di strumenti finanziari sono arrivati ad essere quasi 140 milioni, di cui l'80% sono di sesso femminile e il 65% è proveniente da aree non urbane (nel 2009 erano 98 milioni, il che significa che c'è stato un tasso di crescita annuo del 7%). Il portafoglio di crediti per il 2018 è stato di 124 miliardi di dollari, registrando una crescita costante nel corso degli ultimi cinque anni (+11,5% annuo).

²⁹ http://www.convergences.org/wp-content/uploads/2019/09/Microfinance-Barometer-2019_web-1.pdf .

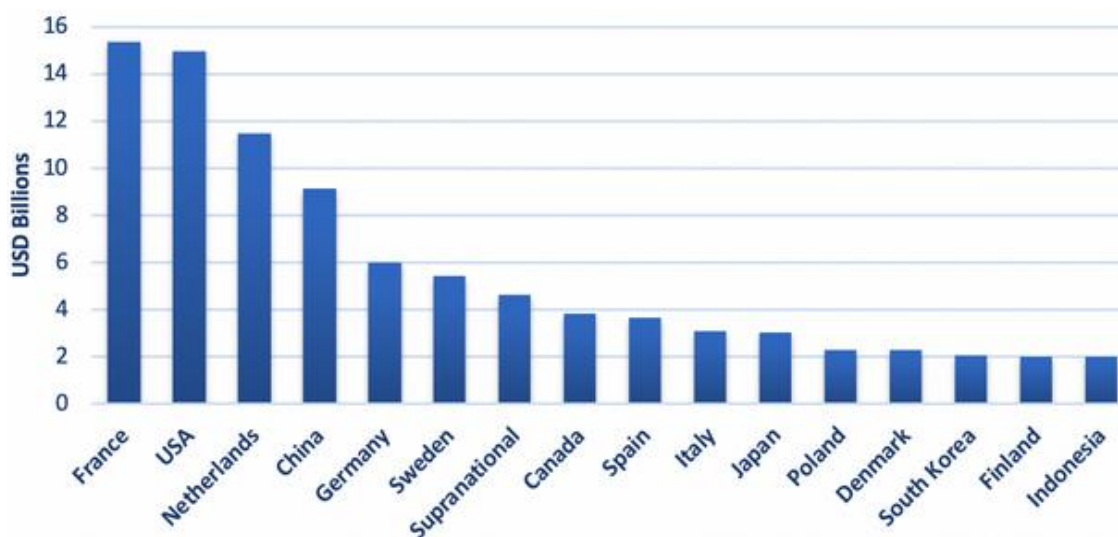
Capitolo 3

L'impact investing nei Paesi Bassi

Andremo ora ad analizzare uno dei paesi più attivi per quanto riguarda la disciplina degli investimenti a impatto: i Paesi Bassi. Lo stato olandese, ormai da diversi anni, sta vedendo aumentare costantemente sia le istituzioni che propongono attività con un impatto ambientale o sociale positivo (oltre ai pionieri FMO e *Triodos Bank*³⁰, si sono aggiunte anche le ben più note a livello internazionale ABN AMRO e *Rabobank*) sia gli investitori, istituzionali o al dettaglio³¹, attirati da questa nuova tipologia di strumenti finanziari. In quest'ultimo capitolo, quindi, illustreremo brevemente la disciplina degli *impact investments* nei Paesi Bassi, analizzando prima il quadro relativo agli strumenti finanziari ad impatto ambientale e successivamente quello relativo ai *social impact bonds*.

3.1 Il green bond governativo

Figura 11 – I migliori 15 Stati per emissione di *green bond* nei primi sei mesi del 2019



Fonte: *Climate Bonds Initiative*³²

Come si può notare dal grafico in Figura 11, nel primo semestre del 2019 i Paesi Bassi sono stati il terzo paese al mondo per emissione di *green bond*, con un valore delle obbligazioni che raggiungeva quasi i 12 miliardi di dollari, piazzandosi dietro soltanto a Francia e Stati Uniti.

³⁰ FMO (*Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden*, meglio nota come *Netherlands Development Finance Company*) e *Triodos Bank* sono due istituzioni finanziarie olandesi, le prime rappresentanti del settore bancario etico nei Paesi Bassi.

³¹ Cfr. par. 1.3.2.

³² Organizzazione internazionale, senza scopo di lucro, che promuove e diffonde la finanza verde, <https://www.climatebonds.net/>.

Questo dato evidenzia la crescita che sta vivendo l'Olanda dal punto di vista della finanza verde. Basti pensare che, solo a fine 2018, essa si trovava al quinto posto di questa particolare classifica, con il suo mercato obbligazionario verde che valeva appena 31 miliardi di dollari (un valore tre volte superiore a quello raggiunto solo nei primi sei mesi del 2019!).

Il motivo di questo risultato è da attribuire, soprattutto, all'emissione del primo *green bond* sovrano da parte del governo olandese. Questa particolare tipologia di obbligazione si caratterizza per il fatto di essere emessa direttamente dallo Stato di appartenenza e non, come invece era praticamente sempre avvenuto nei primi dieci anni di vita del settore *green*, da singole aziende o agenzie specializzate. Essendo, quindi, il governo stesso garante dell'obbligazione, essa avrà ovviamente un rischio di credito molto basso (noto anche come "rischio emittente", cioè il rischio che, al termine del periodo prefissato, non venga restituito ai sottoscrittori il capitale inizialmente prestato), rendendola molto appetibile per investitori sia privati che istituzionali. Proprio per questa sua caratteristica, tale obbligazione è stata valutata dall'agenzia *Sustainalytics*³³ con un rating AAA.³⁴ Si è trattato del primo caso in assoluto in cui un *green bond* sovrano si è guadagnato una simile valutazione, che equivale al massimo livello di affidabilità che può caratterizzare un'emittente.

Ma andiamo a descrivere meglio gli aspetti tecnici di questa obbligazione e ad illustrarne la rilevanza ambientale, cioè come il governo intenderà sfruttare i fondi provenienti dalle sottoscrizioni. L'emissione di questo strumento finanziario, garantita dalla *Dutch State Treasury Agency* (DSTA)³⁵, venne annunciata ancora a ottobre del 2018 dal Ministro delle finanze olandese Wopke Hoekstra, ma è diventata effettiva soltanto a partire da maggio 2019. Si tratta di un *bond* ventennale (la data di scadenza è fissata al 15 gennaio 2040), con un tasso di rendimento all'emissione dello 0.557%. È stato previsto che l'obbligazione raccogliesse inizialmente tra i 4 e i 6 miliardi di euro, ma l'obiettivo finale è quello di raggiungere un valore di 10 miliardi di euro nei prossimi anni. Il Ministro ha dichiarato che i fondi raccolti saranno destinati al finanziamento di progetti sostenibili, con particolare rilevanza alle energie rinnovabili, all'efficienza energetica negli immobili (sia per l'utilizzo di maggior energia pulita che per il miglioramento dell'isolamento domestico), allo sviluppo del trasporto pubblico a basso impatto ambientale (soprattutto per quanto riguarda le infrastrutture ferrovie) e alla mitigazione dei cambiamenti climatici. Il capitale sarà utilizzato, inoltre, per la creazione di nuove infrastrutture (o per il perfezionamento di quelle già esistenti) che direttamente o indirettamente concorreranno ad un miglioramento ambientale nei Paesi Bassi, come parchi eolici, parcheggi per biciclette e dighe.

Per concludere, è fondamentale sottolineare ancora una volta l'importanza di questo primo *green bond* sovrano con rating tripla A. Prima di tutto, esso ha enormi potenzialità dal punto di vista ambientale: i progetti che l'obbligazione si promette di implementare sono ad altissimo impatto ambientale e saranno in grado di alzare notevolmente il livello di sostenibilità dello stato olandese. Inoltre, l'emissione di questo *green bond* può rappresentare

³³ *Sustainalytics* è una società che valuta la sostenibilità delle società quotate in base ai loro criteri Esg, <https://www.sustainalytics.com/>.

³⁴ È prassi comune, per i *green bond* così come per tutti i tipi di obbligazioni, far valutare lo strumento finanziario da un'agenzia esterna, per fornire ai clienti una stima della loro rischiosità.

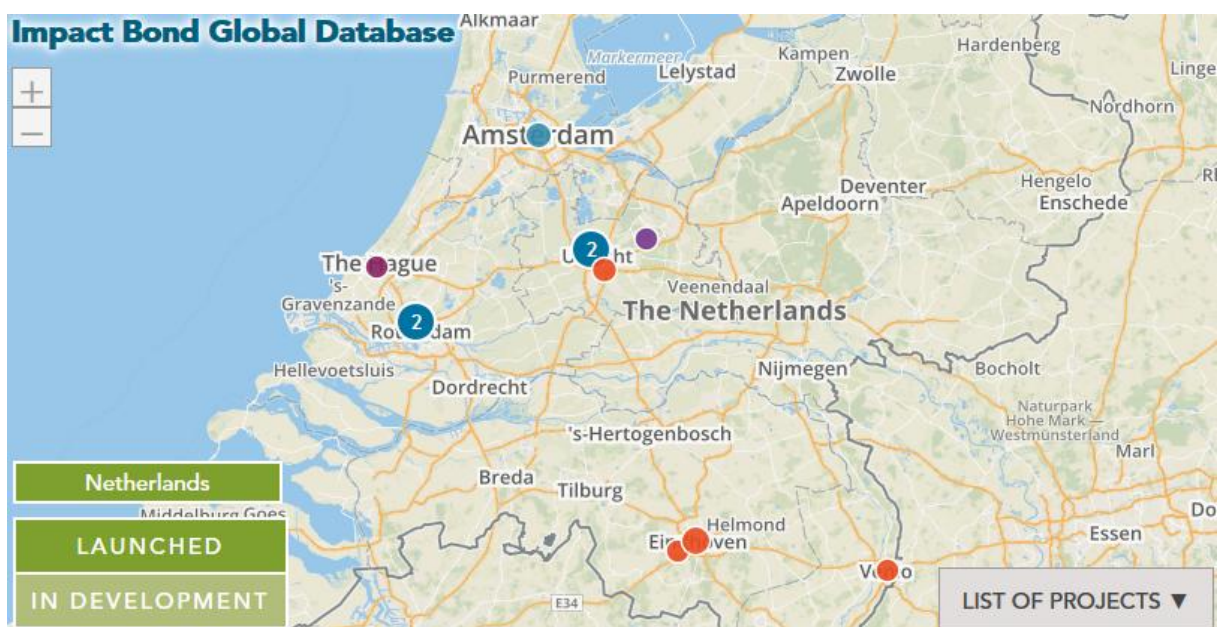
³⁵ La DSTA è l'agenzia di stato olandese del Tesoro.

un vero punto di svolta per l'evoluzione della finanza sostenibile nei Paesi Bassi, con risvolti importanti sull'ambiente e sul clima. A tal proposito Bram Bos, uno dei più influenti *Portfolio Manager Green Bonds*³⁶ di *NN Investments Partners*³⁷, ha dichiarato: “Prevediamo effetti a catena positivi da questa emissione di obbligazioni verdi, in quanto è probabile che induca altri emittenti olandesi ad iniziare ad emettere *green bond*. Si tratta di uno sviluppo interessante anche per gli investitori, in quanto si tratta del primo titolo di Stato verde con rating AAA”. Bos è convinto che questa decisione possa rappresentare un volano per la *green economy* nello stato olandese. Da una parte perché un'obbligazione a così basso rischio di default è in grado di attirare un gran numero di soggetti disposti a finanziarne i progetti. Dall'altra perché potrebbe dare il via alla formazione di un vasto e completo mercato dei *green bond*, grazie ad aziende e agenzie specializzate che, spinte dal successo ottenuto da questa obbligazione governativa, inizierebbero ad emettere i loro *bond* personali.

3.2 I social impact bond olandesi

Come già sottolineato, l'Olanda è uno dei paesi più all'avanguardia anche per quanto riguarda i *social impact bond*. Essa è infatti il terzo paese al mondo per numero di emissioni di obbligazioni a impatto sociale (11) e il secondo in Europa (Figura 12). Basti pensare che, escludendo la Gran Bretagna, che monopolizza il settore con quasi 50 SIB emessi, i Paesi Bassi rappresentano quasi il 40% del mercato europeo.

Figura 12 – I SIB emessi nei Paesi Bassi



Fonte: *Impact Bond Global Database*

³⁶ Si tratta della figura che ha la responsabilità di investire le attività detenute da un fondo comune di investimento. In questo preciso caso, il *Portfolio Manager* gestisce portafogli composti esclusivamente da *green bonds*.

³⁷ Si tratta di una società, con sede a L'Aia (Paesi Bassi), specializzata nella gestione patrimoniale per conto di investitori, sia istituzionali che privati, diffusi in tutto il mondo, <https://www.nnip.com/nl-NL/non-professional/>.

Per quanto riguarda nello specifico i dettagli del settore, in totale i *social impact bond* olandesi hanno raccolto capitale per 11,5 milioni di euro, con un impatto sociale positivo che dovrebbe arrivare ad interessare quasi 3000 persone. Degli 11 SIB, la maggior parte (8) riguarda lo sviluppo della forza lavoro, specialmente tra i giovani, mentre gli altri tre riguardano la sanità, la povertà e l'integrazione per gli ex carcerati.

In particolare, andremo ora ad analizzare due *social impact bond* emessi a gennaio 2019, descrivendone i dettagli e lo scopo che si propongono di attuare. Si tratta di SIB particolarmente significativi in quanto molto recenti e arrivati dopo più di un anno dall'ultima emissione (datata novembre 2017).

3.2.1 La disoccupazione a Venlo e a Veldhoven

Le obbligazioni che andremo a descrivere sono state lanciate nella città di Venlo, nel sud dei Paesi Bassi, e a Veldhoven, un comune a sud-ovest di Eindhoven. Seppur entrambi facciano riferimento al problema della disoccupazione, presentano comunque delle differenze. Mentre nel primo caso il tema viene trattato in modo più generale, nel secondo caso il focus è in particolare sull'integrazione nel mondo del lavoro per i circa settanta profughi (con regolare permesso di soggiorno) residenti nel Comune di Veldhoven.

Tra i portatori di interesse di questo primo *social impact bond* possiamo distinguere il Comune di Venlo (Pubblica Amministrazione), la Fondazione Rabobank (investitore) e l'impresa sociale *Rendiz* (fornitore del servizio). Questo progetto, che ha una durata di 4 anni, consiste sostanzialmente nel guidare i cittadini disoccupati verso un lavoro stabile e soddisfacente, monitorando al tempo stesso se e in che misura una situazione lavorativa positiva può migliorare la salute fisica e mentale di un individuo. "Aiutiamo le persone a ritrovare la propria autostima" afferma Vivian Kersten, co-fondatrice di *Rendiz*, descrivendo l'operato della sua società: "Lo facciamo attraverso il coaching individuale e fornendo un lavoro temporaneo in una delle nostre sedi. Se le cose vanno come previsto, in breve tempo il partecipante riuscirà a trovare un lavoro retribuito e con un datore di lavoro regolare. Ciò produce un doppio impatto sociale positivo: partecipanti più felici e meno persone dipendenti da sussidi statali [di disoccupazione]".

Oltre ad obiettivi come la diminuzione della disoccupazione e il miglioramento della partecipazione sociale dei lavoratori, questo SIB vuole anche dimostrare come l'implementazione di tale programma apporti concreti effetti positivi sulla salute dei partecipanti. Nynke Struik, responsabile del progetto per la Fondazione Rabobank, afferma: "Ciò che rende questo SIB così speciale è che misureremo se il lavoro ha un effetto positivo sulla salute. ... Ci aspettiamo che le persone che apportino un contributo significativo alla società possano sentirsi meglio fisicamente e mentalmente. Questa connessione tra lavoro e salute ... rende questo SIB unico nei Paesi Bassi". In conclusione, sempre Struik chiarisce qual è la vera sfida di questo *social impact bond* e quello che in un certo senso può essere considerato il suo motto: "Rafforzare le persone vulnerabili, renderle autosufficienti ed aiutarle a crescere".

Il secondo SIB che abbiamo scelto di illustrare riguarda questi soggetti: il Comune di Veldhoven, che rappresenta la Pubblica Amministrazione, la società *Social Impact Finance*,

che funge da intermediario, *IamNL*, il fornitore del servizio, ed infine i due investitori, che hanno stanziato in totale circa 1 milione di euro: la fondazione *Van den Santheuvel-Sobbe* e un'altra organizzazione che però al momento non è conosciuta. Come detto, quindi, l'obiettivo dell'obbligazione è l'integrazione dei rifugiati nel Comune di Veldhoven, in particolare impegnandosi a fornire loro lezioni intensive di lingua olandese e offrendo un supporto per avvicinarsi al mondo del lavoro.

L'obiettivo di *Social Impact Finance* è quello di fornire agli immigrati assistenza durante tutta la durata delle loro giornate; la convinzione è che, così facendo, venga favorita un'integrazione rapida e produttiva. In particolare, è previsto che i beneficiari del progetto si rechino per cinque giorni alla settimana nell'azienda *IamNL*³⁸, dove al mattino riceveranno corsi intensivi di lingua, mentre al pomeriggio lavoreranno a stretto contatto con persone madrelingua, con la possibilità, quindi, di imparare la cultura del lavoro olandese e di migliorare con la pratica il lessico e il loro modo di esprimersi. I compiti che vengono loro assegnati vanno dalle pulizie a semplici incarichi amministrativi.

³⁸ <http://iamnl.nu/> .

Considerazioni finali

Nelle pagine precedenti è stata esposta la disciplina dell'*impact investing*, un settore della finanza che affianca al tradizionale concetto del rendimento per l'investitore, una prerogativa nuova, ossia la generazione di un impatto positivo per la collettività, che può essere sia ambientale che sociale.

Abbiamo evidenziato come la nascita di tale disciplina sia da ricondurre al processo di responsabilizzazione globale della società che è cominciato a partire dagli anni '80, ma che tutt'ora è ben lungi dall'essere completato. È chiaro come gli investimenti "sostenibili" e "responsabili" occupino ancora solamente una piccola parte del mercato finanziario. Tuttavia, la nascita e la diffusione di strumenti finanziari quali i *green bond*, i *social bond* e i *social impact bond* ha rappresentato una svolta importante. Essi hanno reso possibile investire in progetti, caratterizzati da ricadute ambientali e sociali positive, che altrimenti non sarebbero stati presi in considerazione, o per mancanza di fondi o per mancanza di interessi da parte degli intermediari nell'implementare investimenti potenzialmente non profittevoli. Inoltre, la nascita dei fondi comuni di investimento e del *crowdfunding* ha allargato la possibilità di poter partecipare a progetti ad impatto anche agli investitori più piccoli. Chiunque, quindi, attraverso i giusti canali, oggi può investire in questo settore, contribuendo al miglioramento della situazione ambientale e sociale.

Oltre all'intenzionalità nel voler produrre gli impatti previsti dagli investimenti, e fatto salvo l'obbligo di avere un rendimento finanziario (seppur ad impatto, si tratta comunque di strumenti che fanno parte del settore della finanza e, come tali, dovranno per forza garantire un ritorno economico per gli investitori), l'*impact investing* si basa su un altro principio: quello della misurabilità degli impatti. È infatti fondamentale che l'effetto generato dai progetti d'investimento venga analizzato e rendicontato in modo chiaro e preciso.

L'analisi condotta sulla situazione dei Paesi Bassi ci ha fornito un esempio illuminante di come dovrebbe essere un mercato degli *impact investments* evoluto e sviluppato e da cui ogni paese, Italia compresa, dovrebbe trarre ispirazione. Prima di tutto è necessaria la presenza di Amministrazioni Pubbliche che siano in grado di concentrare parte del loro tempo e della loro attenzione nell'individuare le problematiche ambientali e sociali più delicate. Gli intermediari finanziari, inoltre, svolgono un ruolo cruciale perché hanno il compito di emettere questi strumenti finanziari assumendosi il rischio che, in alcuni casi, tali strumenti non essendo particolarmente comuni e utilizzati, possano anche comportare loro delle perdite. In ultima analisi, ma assolutamente non ultimi per importanza, ci sono gli investitori, coloro i quali hanno il compito di fornire le risorse finanziarie perché vengano attuati tutti i progetti di investimento, la "benzina" necessaria perché tutto il sistema funzioni. È ovvio che sia necessaria la diffusione, tra di essi, di una cultura della sostenibilità e dell'educazione sociale, affinché siano disposti ad investire i loro soldi in questo genere di progetti ed attività "non convenzionali".

Infine, emblematiche sono le parole pronunciate da Cortijn van Valkenburg, tesoriere del fondo olandese *Van den Santheuvel-Sobbe*, attivo nel settore dei *social impact bond*, riguardo al modo con cui la sua società approccia gli investimenti: “Nel caso in cui dovessimo realizzare un profitto da un investimento, saremmo in grado di destinarvi più risorse l’anno prossimo. Nel caso in cui dovessimo subire una piccola perdita, saremo soddisfatti lo stesso, perché avremo comunque generato un impatto sociale positivo”.

Questa è la mentalità che caratterizza molti “investitori ad impatto” e in un certo senso può essere considerato come una sorta di slogan. Per loro, il rendimento assume un ruolo quasi marginale, mentre lo scopo principale è quello di generare un impatto positivo che sia il più elevato possibile. L’obiettivo dell’*impact investing* è anche quello di diffondere questa mentalità all’interno del mondo finanziario. Per migliorare la situazione ambientale e sociale del nostro pianeta, infatti, non sono importanti soltanto i soggetti che emettono questi strumenti finanziari ad impatto, ma anche, e soprattutto, chi è disposto ad investire parte delle proprie risorse in questi progetti, assumendosi un rischio, ma consapevole di agire in maniera responsabile e per una giusta causa.

Riferimenti bibliografici

ARUP GROUP, 2018. *Scope 3 Methodology* [online]. Disponibile su: <https://www.sustainabilityexchange.ac.uk/files/scope_3_methodology_guidance.pdf> [Data di accesso: 23/10/2019]

BENTHAM, J., 1780. *Introduzione ai principi della morale e della legislazione*.

BLOOMBERGNEF, 2019. *New Energy Outlook 2019* [online]. Disponibile su: <<https://bnef.turl.co/story/neo2019?teaser=true>> [Data di accesso: 28/10/2019]

BLOOMBERG NEW ENERGY FINANCE, 2017. *Green bonds: 2016 in a review* [online]. Disponibile su: <<https://about.bnef.com/blog/green-bonds-2016-review/>> [Data di accesso: 19/10/2019]

CAPARELLO, A., 2019. *Anche i Paesi Bassi hanno il loro bond governativo green, rating AAA* [online]. Wall Street Italia. Disponibile su: <<https://www.wallstreetitalia.com/paesi-bassi-hanno-il-loro-bond-governativo-green-rating-aaa/>> [Data di accesso: 30/09/2019]

CAVALLITO, M., ISONIO, E., MEGGIOLARO, M., 2017. *La finanza etica e sostenibile in europa* [online]. Pergine Valsugana (TN): Publistampa Arti grafiche. Disponibile su: <https://valori.it/wp-content/uploads/2017/11/RAPPORTO_FINANZAetica_nov17_xweb-compresso_compress.pdf> [Data di accesso: 02/10/2019].

COMMISSIONE MONDIALE SULL'AMBIENTE E LO SVILUPPO, 1987. *Our common future (rapporto Brundtland)*.

CONSOB. *I fondi comuni* [online]. Disponibile su: <<http://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>> [Data di accesso: 19/10/2019]

CURIOSI, A., 2019. L'investimento responsabile? Migliora la performance. *Economy*, 22, 56

DELL'OLIO, L., 2019. *È boom per gli investimenti a impatto* [online]. La Repubblica. Disponibile su <https://www.repubblica.it/economia/rapporti/osservazioni/italia/mercati/2019/07/09/news/e_boom_per_gli_investimenti_a_impatto-230791812/> [Data di accesso 18/10/2019]

DUTCHNEWS.NL, 2019. *Dutch government issues first green bond, with triple A rating* [online]. Disponibile su: <<https://www.dutchnews.nl/news/2019/05/dutch-government-issues-first-green-bond-with-triple-a-rating/>> [Data di accesso: 30/10/2019]

DUTCH STATE TREASURY AGENCY, MINISTRY OF FINANCE, 2019. *Green Bonds are bonds of which the proceeds will be allocated to green, or climate-related, expenditures and investments* [online]. Disponibile su: <<https://english.dsta.nl/subjects/green-bonds>> [Data di accesso: 31/10/2019]

EUROSIF (EUROPEAN SUSTAINABLE INVESTMENT FORUM), 2016. *European SRI Study* [online]. Disponibile su: <<https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/09/SRI-study-2016-LR.pdf>> [Data di accesso: 18/10/2019]

EUROSIF, 2018. *European SRI Study* [online]. Disponibile su: <<http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>> [Data di accesso: 30/10/2019]

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, 2017. *Impact investing, la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*.

GIIN, 2019. *Annual Impact Investor Survey* [online]. Disponibile su: <https://thegiin.org/assets/GIIN_2019%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey_webfile.pdf> [Data di accesso: 16/10/2019]

IMMOVILLI, L., 2018. *L'Olanda spinge sulla finanza verde, lo Stato emetterà direttamente green bond* [online]. Greenreport.it. Disponibile su: <<http://www.greenreport.it/news/economia-ecologica/olanda-spinge-sulla-finanza-verde-lo-stato-emettera-direttamente-green-bond/>> [Data di accesso: 30/09/2019]

IMPACT BOND GLOBAL DATABASE [online]. (21 ottobre 2019).

LFDE (LA FINANCIÈRE DE L'ECHIQUIER), 2019. *SRI & Performance* [online]. Disponibile su <https://d3pa6e3bj2gnh2.cloudfront.net/wp-content/uploads/2019/04/05144342/Etude-ISR_2019_EN_WEB.pdf> [Data di accesso: 18/10/2019]

LIFEGATE, 2019. *Cos'è la finanza sostenibile (e perché è importante)*. Disponibile su: <<https://www.centodieci.it/2019/07/finanza-sostenibile-cos-e/>> [Data di accesso: 04/10/2019]

Microfinance barometer 2019 [online]. Disponibile su: <http://www.convergences.org/wp-content/uploads/2019/09/Microfinance-Barometer-2019_web-1.pdf> [Data di accesso: 28/10/2019]

MINISTERO DELL'AMBIENTE E DELLA TUTELA DEL TERRITORIO E DEL MARE, 2015. *Cos'è la <<carbon footprint>>* [online]. Disponibile su: <<https://www.minambiente.it/pagina/cose-la-carbon-footprint>> [Data di accesso: 23/10/2019]

MORELLI, A., 2011. *Il rapporto Brundtland (1987)* [online]. Green studio service. Disponibile su: <<https://grenstudioservice.com/il-rapporto-brundtland-1987/>> [Data di accesso: 14/10/2019]

OECD (ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT), 2013. *Development results, an overview of results measurement and management* [online]. Disponibile su: <<https://www.oecd.org/dac/peer-reviews/Development-Results-Note.pdf>> [Data di accesso: 24/10/2019]

ORGANIZZAZIONE DELLE NAZIONI UNITE, 2015. *Agenda 2030 per lo sviluppo Sostenibile* [online]. Disponibile su: <https://www.unric.org/it/images/Agenda_2030_ITA.pdf> [Data di accesso: 14/10/2019]

PROGETTO AGENDA 21, BIBLIOTECA: DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO [online]. Comunità Montana del Mugello. Disponibile su: <<http://agenda21.cm-mugello.fi.it/biblioteca.php>> [Data di accesso: 29/09/2019]

RABOBANK. *Nieuwe SIB onderzoekt: maakt werken gezonder?* (traduzione: *Il nuovo SIB indaga: rende il lavoro più sano?*) [online]. Disponibile su: <<https://www.rabobank.com/nl/about-rabobank/in-society/rabobank-foundation/rabobank-foundation-news/2018/new-sib-investigates-does-work-make-us-healthier.html>> [Data di accesso: 02/11/2019]

TAN, E., 2019. *Tracking the growth of green bonds* [online]. Refinitiv. Disponibile su: <<https://www.refinitiv.com/perspectives/market-insights/tracking-the-growth-of-green-bonds/>> [Data di accesso: 19/10/2019]

THECROWDDATACENTER [online]. Disponibile su: <<https://www.thecrowdfundingcenter.com/data/>> (21 ottobre 2019).

UNEP (UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME), 2019. *Global trends in renewable energy investment 2019* [online]. Disponibile su: <<https://wedocs.unep.org/bitstream/handle/20.500.11822/29752/GTR2019.pdf?sequence=1&isAllowed=y>> [Data di accesso: 27/10/2019]

UNEP-FI, 2016. *Sustainable real estate investment. Implementing the Paris climate agreement: an action framework* [online]. Disponibile su: <<https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/SustainableRealEstateInvestment.pdf>> [Data di accesso: 28/10/2019]

VALUATES REPORTS, 2019. *The Global Crowdfunding Market was Valued at 10.2 Billion US\$ in 2018 and is Expected to Reach 28.8 Billion US\$ with a CAGR of 16% by 2025* [online]. Disponibile su: <<https://www.prnewswire.com/in/news-releases/the-global-crowdfunding-market-was-valued-at-10-2-billion-us-in-2018-and-is-expected-to-reach-28-8-billion-us-with-a-cagr-of-16-by-2025-valuates-reports-888819175.html>> [Data di accesso: 21/10/2019]

VAN STAALDUINE, J., 2018. *Primeur: private geldschieters regelen integratie van vluchtelingen* (traduzione: *I donatori privati organizzano l'integrazione dei rifugiati*) [online]. De Volkskrant. Disponibile su: <<https://www.volkskrant.nl/nieuws-achtergrond/primeur-private-geldschieters-regelen-integratie-van-vluchtelingen~ba4a007c/>> [Data di accesso: 02/11/2019]

WHILEY, A., 2019. *Netherlands: Climate Bonds Certified Sovereign Green Bond: EUR 4-6 bn initial goal, 20 Year-term: Dutch Treasury announcement* [online]. Climate Bonds Initiative. Disponibile su: <<https://www.climatebonds.net/2019/04/netherlands-climate-bonds-certified-sovereign-green-bond-eur4-6bn-initial-goal-20-year-term>> [Data di accesso: 30/10/2019]