



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
"MARCO FANNO"

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA INTERNAZIONALE
LM-56 Classe delle lauree magistrali in SCIENZE DELL'ECONOMIA

Tesi di laurea
IMPACT INVESTING: PROSPETTIVE IN ITALIA
IMPACT INVESTING: PERSPECTIVES IN ITALY

Relatore:
Prof. Lanzavecchia Alberto

Laureando:
D'Addetta Luca Vincenzo

Anno Accademico 2017-2018

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

INDICE

Introduzione

1 Gli investimenti sostenibili e responsabili

1.1 Le dimensioni dello sviluppo sostenibile

1.2 Le motivazioni dietro l'investimento sostenibile e responsabile

1.3 La scelta dell'investimento

1.4 L'evoluzione storica degli SRI in alcuni paesi rappresentativi

2 L'impact investing

2.1 Il mercato dell'*impact investing*

2.2 I soggetti dell'*impact investing*

2.3 Mercati e settori di destinazione

2.4 Strumenti e risultati finanziari

2.5 Difficoltà e sfide del mercato

2.6 Rischi del mercato

2.7 Risultati *impact*

2.8 I metodi di misurazione dell'impatto

3 L'impact investing in Italia

3.1 Il mercato in Italia

3.2 I soggetti in Italia

3.3 Gli strumenti

3.4 La misurazione dell'impatto

3.5 I settori più sviluppati

3.6 Le prospettive

Conclusioni

Bibliografia

Introduzione

Il mondo della finanza è un mondo in costante evoluzione e ne è un esempio il fenomeno recentissimo delle criptovalute, la loro ascesa, il loro crollo, la loro ascesa seguente: in una parola, imprevedibile. Se inseriamo in questo contesto la recente crisi finanziaria e tutte le conseguenze che ci sono state sull'economia reale risulta evidente che la frattura tra quest'ultima e la finanza tradizionale è sempre più netta. Per rimediare a tale distanza occorre cambiare il modo di concepire la finanza e come essa sostenga l'economia reale. Lo sviluppo sostenibile, quello che crea valore duraturo nel tempo e non collassa su se stesso, può contribuire a far riavvicinare finanza ed economia reale: da qui nasce la finanza sostenibile. Un fenomeno vicino alle comunità locali e all'ambiente, un fenomeno che aggiunge nuove motivazioni a quelli tradizionali del ritorno economico: obiettivi extra-finanziari come la tutela dell'ambiente, il rispetto dei diritti dei lavoratori, l'inclusione sociale delle persone più vulnerabili. All'interno di questo fenomeno ci sono molti diversi rami che fanno della sostenibilità il loro principio di fondo: negli anni più recenti i numeri sono diventati estremamente rilevanti, facendo registrare anche crescite annue a tre cifre. L'evoluzione sopracitata ha poi fatto sì che nascessero nuovi soggetti in grado di avere un ruolo preciso in questo contesto, nuovi strumenti che permettessero la più ampia diffusione del fenomeno e nuove tipologie di misurazioni in cui ai fattori finanziari venivano affiancati quelli sociali e ambientali. Inoltre in ogni paese in cui il fenomeno si è diffuso le caratteristiche e i fattori locali ne hanno influenzato la struttura facendo sì da ottenere una grande varietà di esempi diversi in tutto il mondo accomunati però dagli stessi valori: soggetti diversi, in tempi diversi hanno giocato un ruolo importante per contribuire a quello che adesso è una parte della finanza che ottiene sempre più visibilità e supporto da investitori privati e istituzionali.

Partendo dalla definizione di sviluppo sostenibile data dalla commissione Brundtland nel 1987 si affronta il fenomeno odierno di investimenti sostenibili e responsabili (SRI) con un focus sul nostro Paese, l'Italia.

Nel primo capitolo si analizzano gli SRI, i principi che rispettano e le classificazioni a cui sottostanno; inoltre i cenni storici negli ultimi paragrafi aiutano a capire l'evoluzione e l'ampiezza del fenomeno.

Nel secondo capitolo si approfondisce un ramo degli SRI, l'*impact investing*: il mercato, i soggetti coinvolti, gli strumenti e i risultati. Si analizza anche il problema della misurazione dell'impatto, vera chiave di volta dell'*impact investing*, e alcune dei metodi più diffusi.

Nel terzo capitolo c'è un focus sull'Italia e sulle prospettive future.

1 Gli investimenti sostenibili e responsabili

1.1 Le dimensioni dello sviluppo sostenibile

Nel 1987 la commissione Brundtland delle nazioni unite elaborò la definizione di sviluppo sostenibile: “(lo sviluppo sostenibile) soddisfa i bisogni dell’attuale generazione senza compromettere la capacità di quelle future di rispondere ai propri.”¹ La sostenibilità è un obiettivo che tutte le nazioni dovrebbero perseguire *insieme* e si articola in tre dimensioni: ambientale, economico e sociale.

La sostenibilità ambientale ricerca un equilibrio tra le risorse naturali impiegate nei processi di produzione e trasformazione e i prodotti finali che ne derivano, con un occhio al consumo energetico: in altre parole le risorse naturali devono essere utilizzate in modo tale da preservarne la rigenerazione per i futuri utilizzi e le fonti di energia non rinnovabili devono essere utilizzate nella misura giusta per permettere la futura sostituzione con quelle rinnovabili.

La sostenibilità economica ricalca la stessa dinamica ma con attori differenti: il reddito disponibile va utilizzato senza compromettere la capacità di generare reddito futuro. La sostenibilità sociale infine riguarda i diritti di cui tutti gli uomini godono e le opportunità che le diverse generazioni meritano di avere senza minacciare il godimento di tali possibilità da parte di altri.

L’equilibrio tra queste tre dimensioni ci porta a parlare di finanza etica e sostenibile: non di una finanza “buona” diversa da una “cattiva”²; di una finanza che fa propri i principi dello sviluppo sostenibile nelle varie fasi del sistema economico-finanziario. Integrare le tre dimensioni sopra descritte sta diventando sempre più frequente al giorno d’oggi, il volume degli IRS infatti è salito notevolmente negli ultimi 5 anni.

La consapevolezza di queste tematiche, l’impegno da parte dei governi, la nascita di fondi d’investimento esclusivamente “etici”, classificazioni e rating dati alle imprese da parte di apposite agenzie hanno contribuito a creare un intero ecosistema della finanza etica che coinvolgerà nell’anno 2017 più di centomila miliardi di dollari. L’impegno dei governi è testimoniato dalla fondazione nel 1972 della United Nations Environment Programme, un’agenzia che coordina tutte le attività e le politiche delle nazioni legate all’ambiente: questa agenzia con la collaborazione di molte altre istituzioni finanziarie internazionali ha elaborato i “principi dell’investimento responsabile”.

¹ WCED, 1987, *Our Common Future*, pp. 41.

² Gallicani M., (2005), *La finanza etica: paradigma di un sistema di scelte*, in *Etica e finanza*, Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), Franco Angeli Editore, Milano, p. 98.

Questi principi fanno da guida a ogni investitore che inizia a operare in ottica di sostenibilità ambientale ed etica:

- Integrare gli standard ESG nell'analisi degli investimenti e nei processi decisionali.
- Assumere un ruolo di azionisti attivi e integrare gli standard ESG³ nelle politiche e pratiche di azionariato.
- Richiedere un'adeguata trasparenza e informazione sugli standard ESG presso le società interessate dall'investimento.
- Promuovere l'accettazione e l'attuazione dei principi nel settore degli investimenti.
- Aumentare l'efficacia nell'applicazione dei principi tramite una partecipazione attiva nelle reti PRI.⁴
- Redigere un rendiconto annuale sulle attività e sui progressi nell'applicazione dei principi.

Riprendendo le tre dimensioni dello sviluppo sostenibile, quali sono nel concreto i parametri che vengono presi in considerazione?

Dimensione ambientale

Cambiamenti climatici

Questo parametro valuta quanto le imprese minacciano influenzano il clima compromettendo l'ambiente: si misura la quantità di gas a effetto serra prodotta e tutti gli strumenti utilizzati o no per evitarne l'emissione. Le imprese del settore energetico sono le più interessate.

Biodiversità

Questo parametro valuta quanto le imprese alterano e minacciano l'ecosistema che le circonda con la loro attività aziendale. Ogni impresa che produce e/o trasforma risorse naturali dipende dall'ecosistema in cui si trova e interagisce con esso in molteplici modi. I parametri sono molteplici ma tutti legati alle cosiddette esternalità negative di consumo, di produzione e di costo. Le imprese dei settori alimentare, agricolo, minerario, edilizio, turistico sono le più interessate.

Risorse naturali

Sebbene posso rientrare in qualche modo nel parametro precedente è bisognoso separare risorse naturali dalla biodiversità poiché, la maggior parte delle volte, la seconda viene influenzata *di riflesso* dall'attività aziendale. La risorsa naturale più importante e spesso

³ Environmental, Social and corporate Governance.

⁴ Principles for Responsible Investments.

sottovalutata dalla popolazione *comune* è l'acqua: elemento imprescindibile della vita è distribuita in maniera fortemente diseguale sul territorio.⁵ I settori più interessati sono quello agricolo, alimentare e minerario ma sono in realtà moltissimi i settori in cui l'acqua gioca un ruolo chiave nella creazione e mantenimento del business. I parametri più utilizzati riguardano la presenza di innovazioni tecnologiche per l'uso sostenibile, la potabilizzazione, la riduzione degli sprechi, l'efficienza delle infrastrutture, l'impatto sulla comunità locale e sulla loro fornitura d'acqua.

Sperimentazione sugli animali

Il dibattito sui diritti degli animali e sulle sperimentazioni su di essi è cresciuto grazie a molte associazioni e altre organizzazioni che ogni giorno sono impegnate per aumentare la consapevolezza dei consumatori. I settori interessati sono quello dei cosmetici, dei prodotti per la casa e l'industria farmaceutica. Molto interessante e *complesso* è il dibattito sulla sperimentazione sugli animali di farmaci per umani.

Dimensione sociale

Diritti umani

Il fondamento dei pari diritti per ogni essere umano è rappresentato dalla dichiarazione universale dei diritti umani.⁶ Nel 2008 le Nazioni Unite hanno esteso i principi cardine in 3 sotto principi che riguardano il rapporto tra il mondo aziendale e i diritti umani: il dovere dei governi di proteggere la nazione dagli abusi commessi da un terzo soggetto, come le imprese per esempio; le imprese sono *responsabili* nel momento in cui non rispettano tutti i diritti umani; le vittime di abusi devono percepire un compenso. I principali diritti umani che hanno a che vedere con il mondo aziendale sono la libertà di associazione⁷, il divieto di lavoro minorile o lavoro forzato, la non discriminazione dei lavoratori.

Sviluppo del capitale umano

Il capitale umano è l'elemento più importante di un'impresa qualunque sia il suo settore: è fondamentale quindi investire nella formazione e nell'educazione aziendale di tutte le risorse umane valorizzando le loro capacità e dotandogli di know how sempre maggiore. In questo senso si investe nelle persone per farle diventare il centro della vita aziendale del futuro permettendo loro di investire in seguito in nuove risorse più giovani ridando vita al ciclo. I

⁵ La distribuzione effettiva dell'acqua dipende da elementi come terreno, clima, latitudine, temperatura, livello di precipitazioni.

⁶ ONU, 1948, *Dichiarazione Universale dei Diritti dell'Uomo*.

⁷ I sindacati sono espressione di tale libertà a partire dal 1824, anno di fondazione delle *Trade Unions*.

parametri più utilizzati sono quindi la presenza di programmi di formazione, valutazione collegiale delle performance, la qualità dell'ambiente di lavoro, la possibilità di carriera potenziale ed effettiva.⁸

Salute e sicurezza

Il tema della salute e della sicurezza sul posto di lavoro non ha mai smesso di essere al centro dei dibattiti sull'organizzazione aziendale ed è uno dei fulcri della dimensione sociale della finanza etica: la partecipazione dei lavoratori nelle commissioni tecniche per la sicurezza, l'analisi degli infortuni delle malattie professionali, il riconoscimento di indennizzi per particolari mansioni, i corsi di aggiornamento sulla sicurezza obbligatori per tutti o solo per alcuni responsabili, i ritmi di lavoro, la rotazione delle mansioni sono tutti parametri presi in considerazione in questa micro-dimensione sociale.

Dimensione *governance*

Indipendenza

Il criterio d'indipendenza riguarda principalmente il consiglio di amministrazione di una società: per legge il CDA deve esprimere pareri e agire in maniera obiettiva e indipendente grazie alla presenza di un adeguato numero di amministratori che non siano dipendenti della società o collegate/controllate e non siano legati ai soci con vincoli di tipo economico o familiare. Dato che le società sono soggette a precisi obblighi informativi verso terze parti è molto facile individuare le società che non rispettano questo parametro; è ben più difficile individuare la presenza di soci e amministratori occulti che cioè formalmente non hanno a che fare con la società ma che nel concreto la controllano in gran parte.

Remunerazione

Questo parametro riguarda la trasparenza sul sistema di remunerazione e altri benefit dei top-manager, sugli obiettivi aziendali, la valutazione delle performance di un'impresa; dall'altro lato si analizza la partecipazione della minoranza riguardo la politica di remunerazione e i meccanismi della sua approvazione, nonché la relazione tra la remunerazione e obiettivi di lungo periodo.⁹

⁸ In Italia l'azienda Cucinelli è una delle più famose da questo punto di vista oltre che dall'impatto sulla comunità locale.

⁹ Noto è il problema della discrepanza tra interessi degli azionisti e interessi degli amministratori: se i primi mirano a un risultato di lungo periodo i secondi, se male indirizzati, mirano a profitti nel breve periodo grazie ai quali possono ricevere bonus finanziari.

Corruzione

La presenza di un programma per valutare e contrastare la presenza di corruzione all'interno dell'impresa è un parametro importante da valutare poiché incide enormemente sulla reputazione del brand, sulla fiducia dei consumatori, sulla valutazione degli stakeholder esterni: tutti elementi chiave di una strategia di brand management che può esaltare o inabissare il valore percepito di un'impresa.

Alle precedenti categorie si aggiunge l'aspetto etico che, a mio parere, non può essere valutato alla stessa maniera poiché guarda al business e alla sua interezza e non in singole funzioni aziendali o in singoli settori a loro modo separati. Il business stesso è elemento di valutazione: produzione di missili o armi, tabacco, pornografia, alcool sono alcuni dei settori che ricevono una penalizzazione da parte della finanza etica in termini di investimenti.¹⁰

Figura 1: parametri ESG (elaborazione propria).

Dimensione ambientale	Dimensione sociale	Dimensione <i>governance</i>
Cambiamenti climatici	Diritti umani	Indipendenza
Biodiversità	Sviluppo del capitale umano	Remunerazione
Risorse naturali	Salute e sicurezza sul posto di lavoro	Corruzione
Sperimentazione sugli animali		

1.2 Le motivazioni dietro l'investimento sostenibile e responsabile

Oggi un soggetto gestore del risparmio si trova di fronte una serie enorme e variegata di strumenti finanziari in cui investire: perché dovrebbe scegliere un investimento che rispetta i parametri ESG?

Sono 5 le motivazioni principali, ricavate da varie survey nazionali ed europee messe a disposizione dalle organizzazioni che le hanno raccolte.

Valutazione degli asset intangibili

All'interno dell'analisi degli investimenti ci sono dei parametri denominati *asset intangibili* comuni a tutte le imprese: reputazione, qualità del management, capitale umano. Tutti e tre questi parametri possono essere considerate espressioni di precise scelte da parte delle

¹⁰ Certi soggetti investitori escludono completamente tali settori, altri ne limitano l'impegno finanziario.

imprese e sono tutti riconducibili a parametri ESG; in altre parole, valutare le imprese tramite i PRI equivale a valutare anche questi asset intangibili. Pur essendo parametri in qualche maniera soggettivi, gli esperti indicano che possono influenzare il valore di un titolo ad elevata diffusione in maniera molto profonda, basti pensare che il valore di mercato di imprese come Apple, Facebook, Alphabet o Amazon è di molto superiore al loro patrimonio netto.

Marketing

I soggetti gestori del risparmio cercano di accaparrarsi più clienti possibili e, dato il crescente interesse degli investitori alle problematiche ESG, è diventato indispensabile avere un pacchetto di SRI da proporre. Questo ovviamente prevede anche un aumento dei costi come, per esempio, avere un collaboratore specializzato in investimenti sostenibili.

Individuazione delle imprese più *connesse* localmente

Le imprese che hanno un impatto positivo in termini ambientali e sociali sulla comunità locali hanno più possibilità che il loro operato venga riconosciuto e supportato da quegli stessi soggetti che ne beneficiano. Proporzionalmente può aumentare la longevità e il successo dell'impresa in modo tale da rendere l'investimento più redditizio e sostenibile nel lungo periodo.

Individuazione delle imprese più efficienti economicamente

Le imprese che riescono a superare i problemi legati all'inquinamento ambientale sviluppando tecnologie innovative o altre soluzioni riescono a contenere quei costi in futuro. In ottica di lungo periodo queste imprese sono in grado di generare maggior reddito; senza considerare che un'impresa in grado di risolvere tali sfide può utilizzare quella capacità di adattamento per rispondere alle sfide e all'evoluzione del mercato.

Gestione del rapporto rischio/rendimento

In ottica di diversificazione del portafoglio d'investimento un SRI è un'ottima scelta. Per via delle sue implicazioni ambientali e sociali di solito viene costantemente monitorato dalle istituzioni finanziarie consentendo in questa maniera un alto grado di informazione per l'investitore. Le imprese che rispettano gli standard ESG inoltre sono statisticamente le più versatili e adattive al mercato, godendo quindi di un grado di rischio inferiore rispetto ad altre imprese dello stesso settore e con rendimento simile. Le statistiche sull'*impact investing*, per

esempio, mostrano proprio come circa il 66% degli investimenti è in linea, con le opportune modifiche al grado di rischio, con il mercato per il tasso medio di rendimento.¹¹

1.3 La scelta dell'investimento

Il processo di selezione dell'investimento da parte di ogni soggetto è lungo e complesso: ci sono diverse modalità in cui la scelta viene fatta e si può dire che ogni soggetto ha la propria combinazione di strategie e parametri da tenere in considerazione prima di effettuare l'investimento.

Classificazione EUROSIF

L'European Social Investment Forum è un gruppo di soggetti internazionali come fondi pensione, enti accademici, istituzioni finanziarie, centri di ricerca e organizzazioni no-profit, la cui *mission* è sviluppare e diffondere pratiche d'investimento sostenibile e creare modelli di *governance* che rispettino appieno gli standard ESG. I benefit derivanti dal far parte del gruppo sono principalmente l'attività di lobbying e l'accesso esclusivo a dossier e documentazioni utili per gli investimenti sostenibili. Le classi di investimenti sostenibili dell'EUROSIF sono sette (i nomi saranno riportati in inglese).

Best-in-class

Questo approccio individua le imprese leader o con ottime performance all'interno di un intero settore, un mercato o un di alternative; si analizzano e ponderano gli standard ESG in modo tale da dare un rating e trovare la miglior scelta per l'investimento.

Engagement and voting

Una strategia a lungo termine: si traduce con un'attività di influenza delle assemblee dei soci attraverso una partecipazione attiva degli azionisti. Questa partecipazione spinge tutta l'assemblea a interessarsi alle problematiche legate allo sviluppo sostenibile dapprima creando consapevolezza della responsabilità sociale dell'impresa fino a cambiare radicalmente i comportamenti non conformi.

ESG integration in financial analysis

Questo approccio tiene in considerazione le tre dimensioni dello sviluppo sostenibile insieme agli indicatori di performance nell'analisi finanziaria e nella valutazione di un investimento. La combinazione di tutti questi indicatori permette la selezione delle imprese che meglio interpretano lo sviluppo sostenibile. Per quanto riguarda la dimensione ambientale i parametri più usati sono l'emissione di gas a effetto serra, l'efficienza energetica, l'uso di energie

¹¹ GIIN, 2017, *Annual Impact Investor Survey*.

rinnovabili, l'inquinamento chimico, la produzione di rifiuti, la gestione delle risorse naturali impiegate (in particolar modo l'acqua); per la dimensione social si guarda al rispetto dei diritti umani, la non-discriminazione dei lavoratori, la sicurezza e il miglioramento delle condizioni di lavoro, la libertà di associazione, la presenza di lavoro minorile; infine per la componente *governance* si tiene in considerazione la cultura aziendale, i resoconti della gestione del management, la corruzione, il sistema di remunerazione, la trasparenza dei processi decisionali e l'inclusione di tutti i lavoratori negli stessi.

Exclusions

Questo approccio esclude le società e i settori contrari per loro natura agli standard ESG o alla dimensione etica. I settori comunemente esclusi sono il gioco d'azzardo, produzione e distribuzione di tabacco o di pornografia, produzione di armi e attività di ricerca che comporta la sperimentazione animale. Ogni soggetto sceglie alcuni di questi settori per escluderli a priori dalle proprie valutazioni. Interessante è la frequente distinzione tra l'acquisto dell'asset di tali settori nel mercato primario e nel mercato secondario.¹²

Impact investing

Gli investimenti di questa categoria devono generare un impatto sociale e ambientale positive sulla comunità locale. Di solito i mercati emergenti sono quelli più interessati perché è più facile valutare tale impatto: in questa categoria infatti la valutazione a posteriori dell'investimento è elemento fondamentale per continuare la strategia d'investimento. L'elemento reddituale non è comunque tralasciato, il tasso medio di rendimento lordo è stato nel 2017 pari al 9,2% mentre il tasso lordo medio di profitto ricavato dalle *exit* è stato l'11%.¹³ Un esempio molto conosciuto è il fenomeno del microcredito.¹⁴

Norms-based screening

Questo approccio fa una scrematura delle alternative d'investimento tenendo in considerazione le norme nazionali e sovranazionali come per esempio quelle definite dalle Nazioni Unite. Sono molto diffuse strategie che contemplan una combinazione dei due livelli di diritto per trovare le imprese migliori,

Sustainability themed investment

Investimenti effettuati su tematiche specifiche ovviamente legate alle dimensioni dello sviluppo sostenibile e agli standard ESG. I temi più comuni che diventano target di questa classe d'investimenti sono i cambiamenti climatici, l'efficienza energetica e il miglioramento di sistema sanitario e scolastico.

¹² Fonte: www.fulltimefinance.com, 11/2016, *The fallacy of cause based investing*.

¹³ GIIN, 2017, *Evidence on the financial performance of impact investments*.

¹⁴ Il *microcredito* è uno strumento di sviluppo economico che permette l'accesso ai servizi finanziari alle persone in condizioni di povertà ed emarginazione. Sarà analizzato nel terzo capitolo rispetto all'Italia.

Classificazione EFAMA

L'European Fund and Asset Management Association è un'associazione di investitori europei fondata nel 1974 che oggi ha soci che gestiscono circa 60 mila fondi d'investimento. Ha una propria classificazione degli investimenti sostenibili, in qualche maniera simile alla classificazione EUROSIF.

Best in class

Si selezionano le migliori aziende che, nel loro settore distintivo, rispettano certi requisiti ambientali e sociali.

Thematic approach

Partendo dalla scelta "tematica" in cui investire si selezionano le imprese in cui investire. I temi variano tra lato sociale e ambientale: creazione di posti di lavoro, assistenza medica, energie rinnovabili, cambiamento climatico.

Norms-based approach

Lo screening tra le imprese viene fatto utilizzando il loro allineamento alle leggi nazionali o internazionali o a protocolli che tiene in considerazione l'associazione.

Exclusion approach

Selezione per esclusione delle imprese facenti parte di settori "naturalmente" non etici quali distribuzione di armi, gioco d'azzardo, pornografia.

Engagement

Questa strategia corrisponde a quella chiamata "Engagement and voting" della classificazione EUROSIF.

Classificazione PRI Association

Principle for Responsible Investments Association è un'associazione di investitori che utilizza i Principi promossi dalle Nazioni Unite. Le categorie identificate dall'associazione sono sei e prevedono una categoria "nuova" rispetto a quelle viste fino a ora.

ESG Integration

Gli investimenti sono valutati utilizzando parametri ESG insieme a quelli finanziari ed economici.

ESG Exclusions

Si escludono dal portafoglio d'investimento i settori come il gioco d'azzardo, il tabacco, gli armamenti.

ESG Themed investments

Si selezionano le imprese considerando dapprima la campagna di sensibilizzazione che si

vuole sostenere, ambientale o sociale che sia. Da lì si sceglie l'impresa che può più efficacemente portare a termine l'obiettivo.

ESG Positive screening

L'equivalente della categoria "best in class", si scelgono le migliori imprese nel proprio settore in base a criteri legati allo sviluppo sostenibile.

Passive ESG titled indices

La strategia dei fondi d'investimento è di allineare il rischio/rendimento delle imprese nel loro portafoglio a un indice azionario che è calcolato combinando indicatori di performance ESG.

Engagements

L'associazione prevede di considerare tre tipi di *engagement*: quello che monitora il dialogo tra investitori e società in modo da garantire la trasparenza delle decisioni; quello che influenza i comportamenti e la direzione aziendale grazie all'impegno e all'esercizio responsabile del voto; quello legato a stakeholders esterni, in particolar modo alla classe politica, richiedendo regolamenti volti a mettere in primo piano il dibattito sullo sviluppo sostenibile.

Rating etico

Il metodo del rating etico dà una valutazione all'impresa sulla base di diversi parametri. Le agenzie che emettono i giudizi poi classificano le imprese in base ai loro settori di appartenenza: in realtà oltre alle imprese anche le nazioni o altri tipi di soggetti economici sono suscettibili di valutazione etica. Il metodo è costituito da due fasi: una prima selezione che screma molto il numero di imprese e una fase di valutazione più dettagliata. La prima fase è un vero e proprio filtro: si escludono le imprese il cui business è chiaramente *non etico* come la produzione di armi, produzione di tabacco, diffusione del gioco d'azzardo. Questo filtro è estremamente facile da utilizzare poiché una volta scelti i business da escludere lo screening è immediato.

La seconda fase aggiunge uno screening positivo a quello negativo della prima fase: la scelta dei parametri da considerare si abbina anche alla possibilità di considerare o meno la compensazione: essa è la possibilità per un'impresa che non soddisfa un requisito di non essere subito scartata, bensì di poter compensare questo deficit con un giudizio molto positivo in un requisito. Questa possibilità dipende chiaramente dalla combinazione dei diversi parametri e dalla loro importanza che l'agenzia decide nella struttura della procedura di valutazione: per un'agenzia potrà essere importante la trasparenza sulla remunerazione dei top manager mentre per un'altra sarà più influente la quantità di gas a effetto serra emessi in un anno.

Standard Ethics ha introdotto un modello che oggi è diventato un riferimento per molte istituzioni. L'agenzia nel proprio modello non enuncia mai una definizione di etica o responsabilità sociale ed è una delle pochissime completamente indipendenti in Europa. Il punto di forza del suo modello è comunque il superamento della contrapposizione tra giudizio finale positivo e negativo: le imprese non vengono più promosse o bocciate ma vengono proposte delle soglie di investimento legate ai diversi livelli di rating.

Il sistema di valutazione va da "EEE" a "E-" in 8 livelli: l'impresa modello rispetta la dichiarazione universale dei diritti umani, tutte le norme delle Nazioni Unite, OCSE e UE per quanto riguarda la responsabilità sociale e altri requisiti tra cui avere una posizione di mercato non monopolistica, avere una proprietà diffusa, avere tutti gli amministratori indipendenti dalla proprietà.

Figura 2: le 40 maggiori società italiane quotate (fonte: Standard Ethics, luglio 2015).

SER	Outlook	Company	Rating	Outlook	Company
EEE-		ENI	EE-		TELECOM ITALIA
EE+		ENEL	EE-	neg.	CAMPARI
EE+		UNICREDIT	E+	pos.	MEDIOBANCA
EE	pos.	PRYSMIAN	E+	pos.	UNIPOL-SAI
EE		AZIMUT	E+		ANSALDO STS
EE		ENEL GREEN POWER	E+		BANCA MPS
EE		GENERALI	E+		TENARIS
EE		PIRELLI	E+		TOD'S
EE		ST MICROELECTR	E+		WORLD DUTY FREE
EE		UBI BANCA	E	pos.	BUZZI UNICEM
EE	neg.	BANCA POP. EMILIA ROM.	E		ATLANTIA
EE	neg.	BANCO POPOLARE	E		AUTOGRILL
EE	neg.	SAIPEM	E		EXOR
EE-	pos.	FINMECCANICA	E		CNH INDUSTRIAL
EE-	pos.	INTESA SAN PAOLO	E		FIAT
EE-		A2A	E		MONCLER
EE-		BANCA POP. MILANO	E		SALVATORE FERRAGAMO
EE-		SNAM RETE GAS	E		TERNA
EE-		YOOX	E-		MEDIASET
EE-		LUXOTTICA	E-		MEDIOLANUM

Strategia d'investimento

In via residuale queste sono quattro semplici strategie che ogni investitore può utilizzare in maniera autonoma senza attenersi formalmente a un regolamento o a standard internazionali.

Screening negativo

È la strategia più antica e diffusa: con questa strategia le società o i settori interi che non rispettano gli standard ESG vengono esclusi dalla possibilità di ricevere un investimento. Per esempio settori che sicuramente non rispettano gli standard ESG sono quelli dalla produzione

e distribuzione del tabacco, produzione di armi, alcool pornografia, gioco d'azzardo; i settori legati alle energie non rinnovabili (settore petrolifero) e delle industrie minerarie difficilmente rispettano gli standard legati alla dimensione ambientale. Si entra più nel dettaglio con le imprese andando ad analizzare la componente sociale, rispetto dei diritti dei lavoratori o dei primari diritti umani, la libertà di aderire a un sindacato.

Screening positivo

Al contrario di quello negativo che esclude particolari settori e poi entra nel dettaglio escludendo certe imprese, lo screening positivo privilegia determinate aree di business e le imprese più virtuose qualunque sia il loro settore di appartenenza (a parte quelli che *di natura* non rispettano gli standard ESG). Difficile individuare un intero settore che naturalmente può essere privilegiato da questa strategia per cui le analisi vanno fatte in maniera dettagliata sulle imprese: i parametri da tenere in considerazione sono la trasparenza delle decisioni, l'inclusione e la remunerazione di tutti i livelli lavorativi, il rispetto dell'ambiente e degli ecosistemi in cui l'azienda opera, la tutela della salute dei lavoratori, il livello di integrazione con la comunità locale ed eventuali esternalità positive, l'adesione e il rispetto di standard di *governance*. Ogni ente articola nella maniera che ritiene più opportuna tutti questi criteri, di conseguenza è molto complesso confrontare le strategie di diversi soggetti per valutarne le performance; di solito comunque gli investitori stabiliscono alcune aree di diversa importanza con cui classificano i potenziali obiettivi d'investimento.

Cause-based investing

Questa strategia ha come obiettivo supportare delle cause meritevoli che altrimenti avrebbero pochi fondi per via della loro natura scarsamente speculativa: sono di questo tipo le cause ambientali o socialmente utili il cui profitto è investito nelle comunità locali. In questa strategia una parte fondamentale è la valutazione degli effetti dell'investimento, il cosiddetto *impatto* sull'ecosistema locale sociale e ambientale.

Azionariato attivo

Questa strategia prevede l'impegno degli azionisti a evitare ogni tipo di lassismo e contribuire in maniera attiva ed efficace all'attività di guida dell'azienda utilizzando come criteri chiave gli standard ESG. Vengono in questo modo privilegiate le imprese che attuano programmi di interazione tra dipendenti e management, favoriscono l'inclusione dei primi nei processi decisionali, permettono a comitati di dipendenti di chiedere punti all'odg¹⁵ e presentare mozioni nelle assemblee dei soci e infine garantiscono l'esercizio effettivo del diritto di voto da parte della minoranza degli azionisti e l'assunzione della responsabilità sociale d'impresa.

¹⁵ L'ordine del giorno è l'elenco degli argomenti che saranno discussi in una riunione.

1.4 L'evoluzione storica degli SRI in alcuni paesi rappresentativi

Giappone

Se negli USA gli investimenti responsabili sono nati come attività simboliche che rispondevano a crescenti problemi ambientali e in Europa come ricerca di efficienza energetica e ambientale, in Giappone lo sviluppo di questo tipo di finanza si deve a diversi fattori che si sono combinati in pochi anni.

Partendo dal presupposto che le imprese giapponesi non hanno mai affrontato il CSR (al livello di *governance*) nella maniera occidentale, forti di una filosofia aziendale di per sé inclusiva e trasparente, intorno agli anni '70 si era sviluppato un certo senso comune insieme con governo e popolazione circa la regolamentazione dell'inquinamento: nei dieci anni successivi infatti è arrivata dall'Europa un'ondata di rigidi standard ambientali sulla responsabilità delle imprese produttive circa l'inquinamento e sul tema della produzione dei rifiuti e di un loro efficiente riciclo; era in atto una revisione dei modelli di direzione aziendale che, sebbene fosse stata la chiave del successo economico giapponese, stava per essere soppiantato da un modello anglosassone di controllo tramite le commissioni interne combinate con amministratori indipendenti; scandali circa la noncuranza di misure di sicurezza, falsificazione di bilanci e di dati circa l'emissione di gas a effetto serra erano all'ordine del giorno; le imprese giapponesi hanno sempre preferito una proprietà locale rispetto a investitori esteri ma quando il sistema economico ha vacillato un'impresa su quattro si è trovata a dover cercare disperatamente investitori individuali o società estere.¹⁶

I tempi erano quindi pronti per un rinnovamento del sistema finanziario in cui gli investimenti legati allo sviluppo sostenibile potevano avere terreno fertile. Gli anni '90 sono gli anni in cui si diffondono i cosiddetti *eco-funds*: fondi che investono esclusivamente in aziende attivamente impegnate nella salvaguardia dell'ambiente o che hanno un business assolutamente non nocivo. L'introduzione di questi fondi fu un successo, la banca centrale giapponese incentivò la conversione dei portafogli in investimenti *eco-friendly* e questo, unito ai tassi d'interessi pari a zero, diede un enorme impulso al nuovo settore nascente. Purtroppo la bolla degli anni 2000 indebolì la corsa e nessun nuovo fondo fu lanciato fino al 2003 in cui fu creato il primo fondo pensione SRI e anche il primo indice SRI specifico per il Giappone. L'ultimo pezzo di questa fase di nascita degli SRI in Giappone si ha nel 2006 con il lancio da parte delle Nazioni Unite dei Principles for Responsible Investment: con questo strumento il Giappone inizia ad avere un respiro internazionale poiché inizia a essere un punto di riferimento per quanto riguarda il CSR a causa del suo particolare modo di affrontarlo.

¹⁶ Emblema della ricerca di investitori è la nascita dei *Kabunishi Yutai*, benefit come viaggi, regali aziendali riconosciuti agli azionisti indipendentemente dai dividendi.

La community nazionale è formata da diversi soggetti: organizzazioni di ricerca, forum, istituzioni finanziarie, fondi e imprese.

Le organizzazioni di ricerca sono indipendenti o affiliate: quelle indipendenti sono le più interessanti, le più importanti sono tre e si differenziano per come presentano gli SRI. La Good Bankers tratta gli SRI non come un prodotto finanziari di nicchia o come un prodotto caratterizzato da rigidi standard internazionali: lo presenta invece come un prodotto *mainstream* che prende piede nei portafogli di molte banche centrali nazionali. La IntegreX invece vede negli SRI la possibilità di far rivivere e rilanciare nel mondo il modello di management giapponese: facendo leva sulla parte di *governance* degli standard internazionali presenta gli investimenti come strumento di diffusione di *best practice* giapponese nel mondo. Il CPRD¹⁷ infine è un'organizzazione fondata da ONG, governi e esperti del settore che mette in evidenza l'aspetto network degli SRI. In pratica come la valutazione dell'impatto sulla comunità locale è elemento fondamentale nella scelta dell'investimento etico, anche la rete di soggetti potenzialmente coinvolti e uniti dallo stesso obiettivo è parametro di selezione.

Il forum nazionale per gli investimenti in Giappone non ha un ruolo preciso di coordinamento e ha svolto solo attività di promozione degli investimenti e delle CSR *best practices* fuori dallo stato.

Istituzioni finanziarie e imprese hanno inizialmente avuto un ruolo passivo, in seguito le imprese hanno cambiato radicalmente la loro posizione riconoscendo la necessità di rivalutare la propria immagine con strumenti nuovi e diversi dalle pratiche di CSR già messe in atto.¹⁸La particolarità del panorama SRI che si è sviluppato in Giappone riguarda comunque le pratiche messe in atto per la scelta dell'investimento: invece del *negative screening* che chiaramente è la pratica più semplice da usare, specie nelle fasi di adozione dei nuovi sistemi, e invece dell'attivismo che crea sensazionalismo mediatico si è scelta la strada dell'*engagement* azionario e del *positive screening*. In questa maniera il passaggio alla nuova forma di finanza è stato sicuramente graduale e molto "morbido": la motivazione può essere ritrovata nella cultura giapponese di evitare gli scontri e di puntare sempre alla reciproca collaborazione.

Per il futuro è previsto un sempre crescente impegno da parte del governo nella diffusione dei SRI: sono in cantiere nuove politiche fiscali favorevoli agli investimenti sostenibili, l'introduzione di SRI nei portafogli di fondi pensione pubblici.

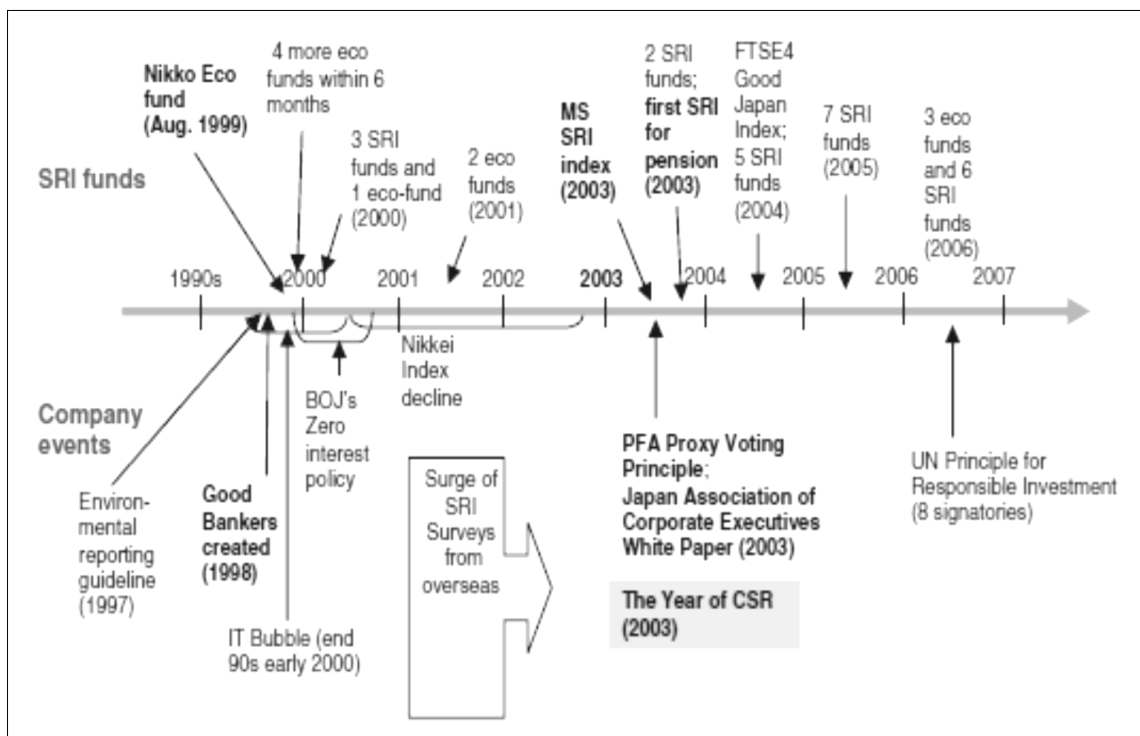
Ad oggi in Giappone si investono circa 50 mila miliardi di yen (circa 1200 miliardi di dollari), il numero di istituzioni autorizzate legate a principi ESG è cresciuto notevolmente fino a

¹⁷ Center for Public Resource Development.

¹⁸ I processi mediatici sorti in seguito a scandali nel mondo della finanza giocano in questo senso un ruolo fondamentale poiché informano tutta la popolazione, non solo i soggetti appartenenti al settore.

raggiungere le 53 unità; la strategia più utilizzata è l'*engagement*, seguita dall'integrazione ESG nelle analisi finanziarie e dal *norms-based screening* mentre quella con il tasso di crescita più elevato è il *negative screening* con un tasso del 536%.¹⁹

Figura 3: timeline prime fasi dell'evoluzione SRI in Giappone 1990-2006. (fonte: Sacuma K., Louche C., 2008, *Socially responsible investment in Japan: its mechanism and drivers*, Journal of Business Ethics, 82 (425-448)).



¹⁹ JSIF, 2017, *Sustainable Investment Survey*.

Paesi Scandinavi

I paesi scandinavi sono considerati pionieri nel campo della salvaguardia ambientale e in tema di efficienza energetica; inoltre per la loro cultura sono anche considerati poco avidi e interessati al mero profitto in campo finanziario. Per questo è interessante confrontare il loro modello di sviluppo degli SRI con quello di altri paesi: in questo caso si prendono in considerazione i background finanziari di Danimarca, Svezia e Norvegia.

Lo sviluppo in Scandinavia degli investimenti sostenibili è frutto di una complessa combinazione di soggetti promotori che, in diversi momenti, hanno dato impulso in modo tale da non spegnere mai l'entusiasmo per questo tipo di finanza.

Se negli anni '60 negli USA stava nascendo l'interesse per gli SRI in Svezia nel 1965 viene aperto il primo fondo d'investimento etico scandinavo²⁰ da parte del movimento dei Battisti: produzione di alcolici, armi e tabacco erano settori esclusi dall'interesse del fondo. Come in altre parti del mondo quindi il primo impulso era stato dato da un istituto religioso, la stessa Chiesa Svedese è stata di fondamentale importanza per il successivo sviluppo degli SRI in Scandinavia: a partire dagli anni '80 invece soggetti privati diventano i leader della corsa agli investimenti sostenibili.

Il decennio dell'80 infatti segnò lo sviluppo dei fondi di investimento a tema ambientale a causa dell'estremo focus dei media svegliati dalla pubblicazione del rapporto Brundtland. Il primo fondo ambientale fu lanciato in Svezia nel 1988 e usava il metodo del *negative screening* per la scelta dell'investimento mentre, alla fine di ogni esercizio, donava il 2% dei profitti al WWF; i due fondi lanciati l'anno successivo in Norvegia fanno da spartiacque poiché introducono il metodo del *best in class* che si diffonderà enormemente in Svezia e successivamente in Danimarca.²¹

Un altro importante step fu l'apertura di un fondo guidato dalla Chiesa di Norvegia che fissò standard più rigidi circa i settori off-limits (si escludeva anche la pornografia) e le donazioni erano destinate anche a organizzazioni umanitarie. Quest'ultima novità ci porta allo sviluppo degli SRI in Danimarca che fu più lento a causa del framework di imprese molto piccole che caratterizzava il contesto nazionale e all'accentramento azionario: quando si scoprì che la Total aveva foraggiato economicamente la dittatura in Birmania molti fondi pensione vendettero tutti i loro stock della compagnia petrolifera francese; questo aiutò il trend SRI a emergere in Danimarca facendo sì che gli investitori danesi prendessero addirittura la leadership del movimento scandinavo rendendo di fatto gli SRI come un investimento assai

²⁰ Il fondo è considerato anche il primo fondo d'investimento etico aperto a ogni investitore della storia.

²¹ Il primo fondo danese è stato lanciato nel 1999.

diffuso e non più considerato “speciale”.

Per capire il livello di penetrazione che acquisto il movimento SRI basti pensare che moltissimi soggetti investitori privati istituirono il dipartimento SRI nelle loro fila, lo stesso fecero gli investitori istituzionali con le commissioni etiche. Nel 2003 anche il gioco d’azzardo era diventato un settore tabù grazie alla dichiarazione etica del Christian Environmental Network che fissò una serie di criteri a bassissima tolleranza ed esclusione diretta per certe imprese. Il GPF (Governmental Pension Fund) norvegese adottò criteri simili e migliorò le proprie procedure fino al 2004 in cui introdusse la strategia di *engagement* con un focus sull’utilizzo del profitto sostenibile e i parametri ambientali.

Figura 4: timeline prime fasi dell’evoluzione SRI nei paesi scandinavi 1965-2006 (fonte: Bengtsson E., 2008, *A history of Scandinavian socially responsible investing*, Journal of Business Ethics, 82 (969-983))

Year	Significant event
1965	AktieAnsvar Aktiefond established by the Temperance movement and the Baptist Church.
1980	Church of Sweden and Robur’s launches Svenska Kyrkans värdepappersfond.
1988	Carlson WWF-fund established. First Scandinavian environmental/BIC-fund.
1989	Vesta sets up Miljøinvest and Grønt Norge, first two Norwegian environmental BIC-funds
1991	Opplysningsvesenets fond adopts ethical guidelines.
1992	GES-Investment Services (then CaringCompany) introduces environmental (and subsequently ethical) screening for Scandinavian investors.
1993	Banco launches ethical charity funds.
1995	Robur establishes an ethical council
1995	Storebrand sets up an SRI Department
1997	PKA, as first Danish investor, mainstreams SRI.
1998	Alm Invest launches the first Danish environmental fund.
1999	Storebrand’s environmental fund adopts principles on human rights developed in cooperation with Human Rights Watch and Amnesty, and established the Red Cross fund.
1999	Sparinvest sets up first Danish non-environmental ethical fund.
1999	Swedish KPA launches four ethical funds.
2001	Banco sets up an ethical council in Norway.
2001	Swedish Robur introduces screening on human and labour rights abuse.
2001	Storebrand mainstreams SRI across all equity investments.
2001	Swedish national pension funds, Ap-fonderna, were legally bound to take ethical issues into account in their asset management.
2001	Environmental fund Norway, a public pension fund, is established.
2002	KLP first Norwegian pensions provider mainstreams SRI, as do first Swedish pensions providers Folksam and KPA.
2002	First disclosed Scandinavian divestiture by GPF.
2002	Church of Sweden reforms ethical guidelines to include conventions on specific weapons.
2003	Church of Norway reforms ethical guidelines to include conventions on specific weapons.
2004	GPF reforms ethical guidelines, emphasizes engagement and sets up the Ethical Council.
2004	Danish ATP-act in effect, emphasizing ethical considerations in asset management.
2004	Swedish Robur and Banco introduces negative criteria on pornography.
2006	GES Investment Services launches SIX/GES Ethical Index.
2006	PRI is co-developed by GPF, and endorsed across Scandinavia.

Francia

Nel 1997 con la creazione della prima agenzia di rating sociale si avvia il movimento SRI in Francia. La neonata agenzia inizia subito a lavorare a stretto contatto con i gestori di portafogli finanziari per un reciproco vantaggio: l'agenzia acquisiva clienti e i manager potevano creare dei fondi d'investimento con criteri ESG; l'obiettivo comune era portare la responsabilità sociale nel settore della gestione del risparmio. All'inizio i giudizi dell'agenzia erano costruiti con le tecniche tradizionali del mondo della finanza e questo all'inizio era accettabile dato che l'obiettivo di un fondo d'investimento etico era comunque ottenere un profitto più elevato.

Nei primi anni del secondo millennio il governo francese dà una spinta alla diffusione e alla struttura del movimento SRI con due mosse: la prima è la creazione di un fondo pensione pubblico con una policy in cui rientravano caratteri ESG; la seconda è una legge che obbligava le imprese registrate a produrre un report sull'impatto sociale e ambientale delle loro attività.²² Sempre nel 2000 viene fondato l'ORSE (Observatoire sur la Responsabilité Sociétale de Enterprises) che aiutava le imprese ad adottare pratiche di CSR e contribuiva a creare standard nazionali SRI. Nel frattempo veniva creato il Forum per gli Investimenti Responsabili francese per la promozione degli investimenti sostenibili e l'assistenza alle imprese obiettivo. Nuove agenzie di rating contribuirono allo sviluppo del movimento con la creazione di indici SRI permettendo quindi alla nuova finanza di entrare nel mercato quotato. Viene fondato il secondo fondo pensione pubblico più grande di Francia e si inizia a parlare di una finanza SRI *mainstream* in seguito al lancio di diversi fondi nel 2005.²³

Nel 2007 gli SRI diventano una categoria negli awards annuali degli investitori professionisti: il settore riconosceva ufficialmente che le analisi non-finanziarie facevano comunque parte del mondo finanziario. Questo momento segna il percorso del movimento SRI in Francia: si delinea una doppia vita degli SRI. La prima vita è quella degli SRI divenuti *mainstream*²⁴, pienamente riconosciuti dal mondo della finanza tradizionale in cui le stesse agenzie di rating sociale si delineavano come agenzie di analisi finanziaria con una commissione ESG: gli investimenti sostenibili restano caratterizzati dall'impatto sociale e ambientale che hanno ma vengono scelti per via del maggior profitto futuro ottenibile dell'investitore.²⁵

Il secondo tipo di SRI è quello puro, *disruptive*, con cui gli investitori si tengono alla larga da

²² La Nouvelles Regulations Economiques Law del 2001.

²³ Alla fine del 2005 gli investimenti responsabili in Francia rappresentavano circa l'1% del totale.

²⁴ Alla fine del '09 il 90% dei fondi d'investimento in Francia integrava nelle analisi *almeno* un criterio di tipo ESG.

²⁵ Inserire la motivazione corrispondente per cui si sceglie un SRI.

scandali legati a inquinamento o lavoro minorile e scelgono di diversificare il proprio portafoglio con un investimento *diverso*. Paradossalmente l'obiettivo iniziale ottenuto dal movimento SRI in Francia ha generato un secondo obiettivo che si allontana dal risultato del primo.

2. L'*impact investing*

2.1 Il mercato dell'*impact investing*

Ogni anno il GIIN²⁶ diffonde un *survey* sull'*impact investing* che permette di ricavare l'andamento, i trend, le novità e le sfide dell'*impact investing* nel mondo. I soggetti che rispondono al *survey* sono in maggioranza manager di fondi profit e no-profit, seguono le fondazioni, banche e altri istituti finanziari, manager di fondi pensione o compagnie assicurative.

L'analisi di diversi annate, in modo particolare, il triennio dal 2014 al 2016²⁷ permette di individuare piuttosto facilmente alcuni trend e avere la conferma di come l'*impact investing* stia crescendo e ricoprendo ormai: un ruolo importante all'interno del panorama complessivo degli SRI.

Per quanto riguarda il totale degli investimenti esso può solo essere stimato a causa della variabilità con cui un investimento può essere definito come *impact investment*: il 2016 ha segnato il raggiungimento di 180 miliardi di dollari²⁸, alimentando il trend che aveva segnato nel 2015 il raggiungimento di quota 100 miliardi (figura 5). I dati disaggregati invece mostrano investimenti per 22 miliardi nell'ultimo anno confermando il trend di crescita.

È estremamente importante comunque considerare questa tipologia di investimento come un processo e, ancor più profondamente, capire che è ancora *in progress* il processo di definizione di un *impact investment* (figura 6) si riporta il processo di Inter-American Development Bank).

Esso è in continua evoluzione e, dati di crescita annuale alla mano, "l'*impact investing* è qui per restare"²⁹. Una dimostrazione empirica di queste considerazioni vengono dai report interno di molti fondi d'investimento. Adobe Capital³⁰, per esempio, sta per inaugurare un nuovo fondo dichiarando come le lezioni apprese in precedenza siano fondamentali: metriche (hanno iniziato con metriche proprie e poi le hanno combinate con alcuni standard IRIS), disinvestimenti, costruzione del portafoglio sono in continua evoluzione in modo da restare adattivi al mercato e alla costante ricerca dell'efficienza operativa.

Infine un'ultima valutazione che contestualizza il momento evolutivo del settore e la sua potenzialità. Un *survey* del 2017 del dipartimento per gli investimenti sostenibili di Morgan Stanley evidenzia perché questi siano gli anni ideali per tale evoluzione: su un campione di

²⁶ Global Impact Investing Network.

²⁷ I più recenti dati disponibili sono del 2016 dal momento che i risultati del 2017 sono ancora in fase di elaborazione.

²⁸ GIIN, 2017, *Annual Impact Investor Survey*.

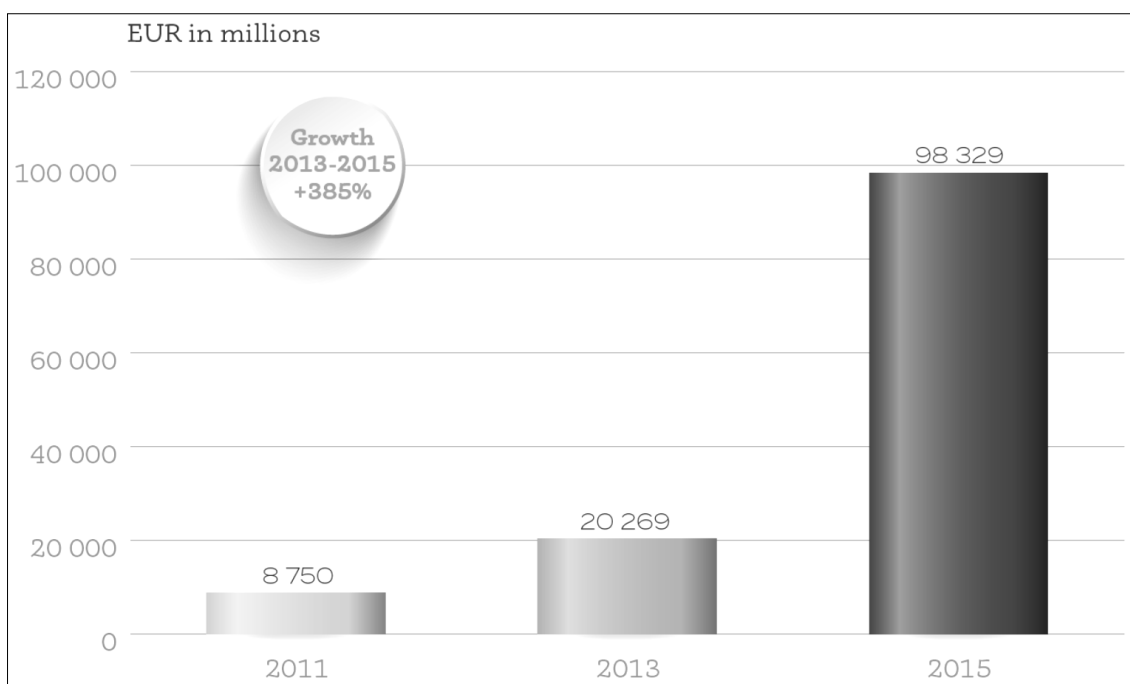
²⁹ Eurosif, 2016, *European SRI study*.

³⁰ Adobe Capital è un fondo d'investimento *impact* focalizzato su imprese tecnologiche innovative.

più di 1000 investitori individuali negli Stati Uniti il 75% si dice interessato agli SRI (86% se si considerano solo i Millennials³¹), il 71% crede che le imprese leader nelle *best practice* in tema di sostenibilità sono investimenti migliori nel lungo periodo.

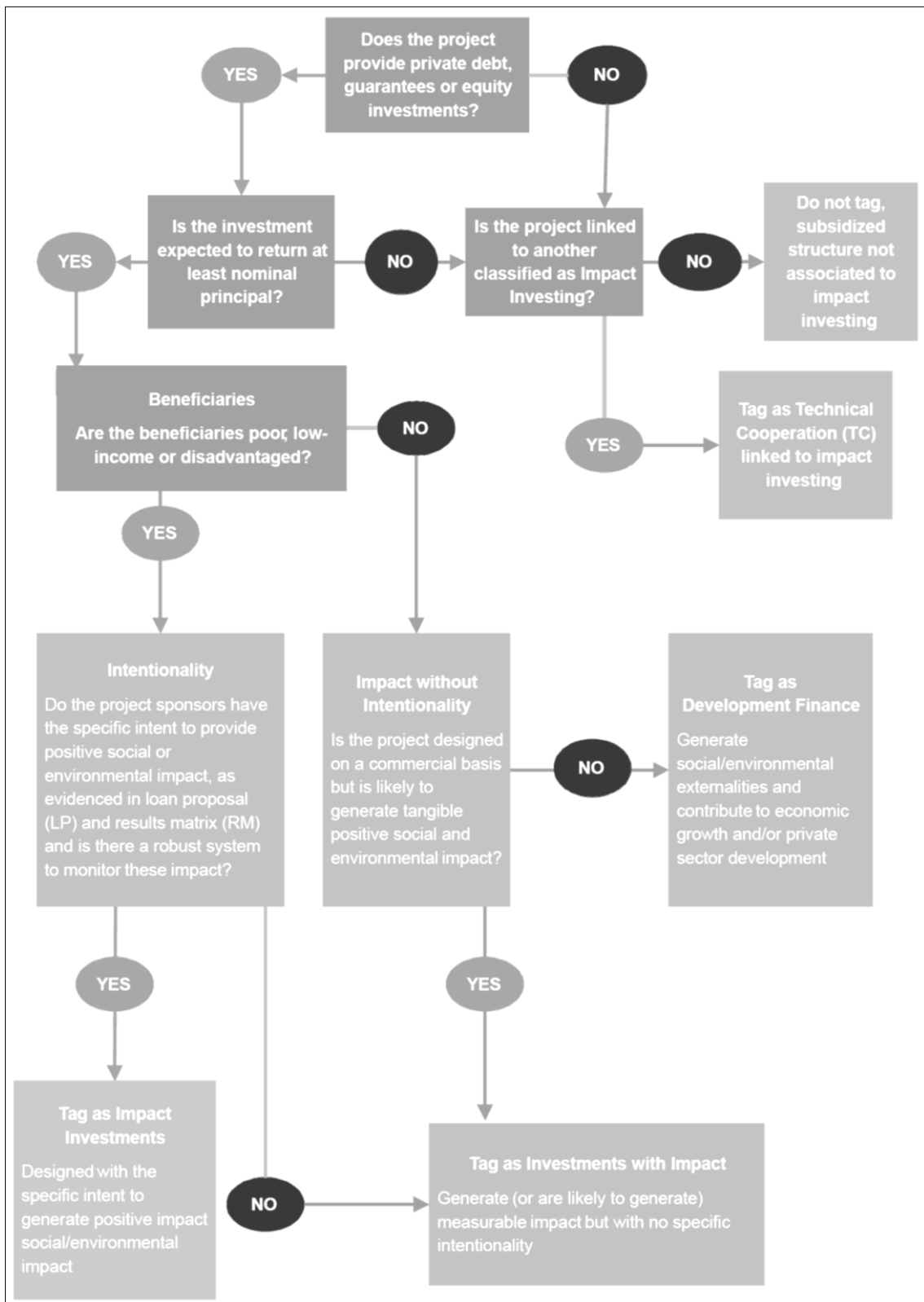
I Millennials comprano da brand sostenibili il doppio delle volte rispetto allo standard dei consumatori, essi cercano lavoro in imprese impegnate nello sviluppo sostenibile il triplo delle volte rispetto allo standard del mondo del lavoro, essi investono in imprese che ricercano obiettivi ambientali e sociali il doppio delle volte rispetto allo standard degli investitori. I Millennials, più di un investitore standard, pensano di poter fare la differenza con i loro investimenti e influenzare cambiamenti climatici causati dall'uomo e creare crescita economica in grado di abbattere la povertà globale.

Figura 5: crescita dell'*impact investment* in Europa (fonte: Eurosif, 2016, *European SRI study*).



³¹ I Millennials sono i nati tra il 1983 e il 2000. Rappresentavano nel 2017 circa il 24% della popolazione mondiale.

Figura 6: esempio di processo di definizione di un *impact investment* (fonte: GIIN, 2015, *Annual Impact Investor Survey*).



2.2 I soggetti dell'*impact investing*

Chi sono i soggetti che gravitano nel mondo dell'*impact investing*? La maggior parte dei soggetti investitori sono fondi d'investimento *for-profit* e *no-profit*: insieme rappresentano più del 60% del totale seguiti da fondazioni (circa 10%), altri istituti finanziari e compagnie assicurative. Elevar Equity³² ha notato negli ultimi due anni un trend di passaggio da HNWI³³ a investitori istituzionali. Questo è segno dell'evoluzione del mercato che riflette anche un crescente database di risultati finanziari e non.

Analizzare la varietà di soggetti che acquista importanza nel settore è importante per capire in che direzione esso sta andando e anticiparne le evoluzioni. Per esempio dal 2015 in poi negli Stati Uniti, grazie a linee guida sviluppate dal Ministero del Tesoro, le fondazioni hanno iniziato a investire i loro capitali con un occhio agli obiettivi cosiddetti *charitable* anche in previsione di sacrificare il tasso di rendimento. Le linee guida andavano a sancire ufficialmente una tendenza già nota: uno studio del Commonfund Institute pochi anni prima aveva rivelato che più del 90% delle fondazioni utilizzavano criteri simili allo screening negativo nelle loro decisioni d'investimento; lo stesso istituto, pochi mesi dopo le direttive citate rivelava che il 20% delle fondazioni private era formalmente impegnato nell'*impact investing*. Nello stesso anno il Ministero del Lavoro statunitense diffondeva linee guida per fondi pensione che sottostavano all'ERISA e che erano alla ricerca di strumenti d'investimento caratterizzati da un certo rendimento e da obiettivi sociali e ambientali. Questa politica era una diretta risposta a sondaggi di Deloitte dell'anno precedente che rivelavano come meno di un fondo su dieci aveva in portafoglio un *impact investment* mentre oltre il 60% aveva in previsione di effettuarne uno; scelta saggia dal momento che i capitali a disposizione dei fondi pensione equivaleva a circa 18 mila miliardi di dollari.

Accanto agli investitori vanno tenuti in considerazione altri *stakeholders* che contribuiscono a sviluppo, diffusione e evoluzione del fenomeno. Le Nazioni Unite nel 2015 hanno elaborato e promosso i Sustainable Development Goals (figura 7), 17 obiettivi sociali e ambientali da raggiungere entro il 2030: tra loro per esempio ci sono lo sradicamento della povertà globale e la conservazione di oceani e foreste. Qual è stata la risposta delle imprese? Bank of America ha adattato la sua strategia di investimento decennale che prevedeva investimenti per 50 miliardi di dollari nell'abbandono dei combustibili fossili, come previsto dall'obiettivo 7. Deutsche Bank ha stretto diverse partnership per il raggiungimento di svariati obiettivi. Anche Inter-American Development Bank punta sulle sue partnership in particolare per gli obiettivi

³² Elevar Equity è una società d'investimento indiana focalizzata su imprese in *early stage*.

³³ High Net Worth Individual: gli investitori che individualmente detengono un rivelante ammontare di capitale investito.

legati all'obiettivo 2, food security e promozione di agricoltura sostenibile. Mkoba Private Equity Fund ha allineato agli SDG la strategia del suo fondo *impact* da 150 milioni di dollari che investe principalmente in medie imprese legate al settore agricolo e manifatturiero e ai sistemi di pagamento online. Sarona Asset Management ha analizzato le circa 50 imprese che facevano parte del suo secondo fondo d'investimento rilevando che rispondevano a 16 dei 17 obiettivi delle Nazioni Unite. Sonen Capital infine ha individuato nel suo report annuale sugli investimenti caratteristiche che rispondevano a 7 SDG.

Un'altra iniziativa degna di nota è il WBCSD³⁴, un'organizzazione di Chief Executive Officer di oltre 200 imprese multinazionali attivi in svariati mercati e settori economici. L'obiettivo è la transizione verso uno sviluppo sostenibile; il mezzo è il numero di partnership che l'organizzazione stringe per sviluppare soluzioni innovative in alcuni dei settori interessati dagli SRI: energia, cibo e agricoltura locale, conservazione delle terre.

Figura 7: Sustainable Development Goals (fonte: Nazioni Unite).



2.3 Mercati e settori di destinazione

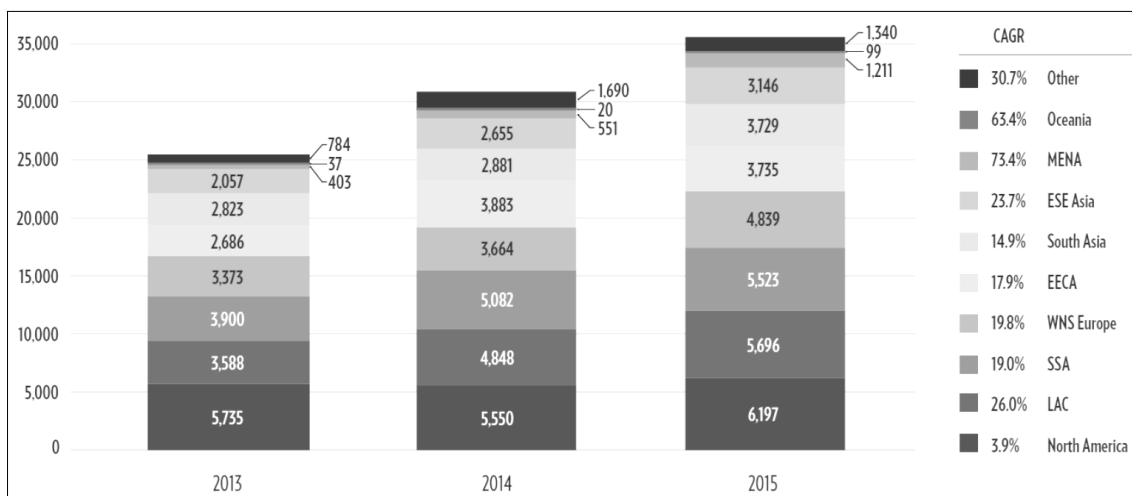
Dove e in che maniera vengono investiti i soldi a disposizione dei soggetti investitori? Per quanto riguarda la destinazione geografica la prima distinzione che si può fare è tra mercati emergenti e mercati sviluppati: dai dati degli ultimi anni si evince, cosa che poteva essere intuitiva, un focus più profondo per i mercati emergenti che crescono del 24% annuo rispetto a quelli sviluppati che hanno un tasso di crescita di 6 punti inferiore. In particolare i mercati di destinazione che stanno crescendo molto sono l'Africa Sub-Sahariana, l'America Latina, Est e Sudest Asiatico seguiti da mercati più lenti come Est Europa e Russia: in Europa gli stati più

³⁴ World Business Council for Sustainable Development.

attivi sono invece l'Olanda e la Danimarca,³⁵ invece nel 2013 erano Olanda e Svizzera.³⁶ Entrando nel dettaglio è interessante vedere quali sono i settori e la tipologia di attività che risulta più diffusa nell'*impact investing* secondo il GIIN: la strategia che viene scelta dal maggior numero di persone per veicolare l'impact dell'investimento è la vendita diretta di beni o servizi a certe categorie di consumatori; altre strategie utilizzate in percentuale inferiore (tra il 70% e il 50% dei casi) sono l'offerta di posti di lavoro e la vendita di beni o servizi a specifico vantaggio dell'ambiente.

I settori in cui gli investimenti sono maggiori sono l'housing (22%), il settore energetico (16%) e quello della microfinanza (12%)³⁷ mentre agricoltura locale e educazione sono i settori più in crescita con un CAGR³⁸ di 33% e 59%. Non sorprendentemente se incrociamo i dati di settore e paese geografico scopriamo che housing e agricoltura locale sono più diffusi nei mercati emergenti mentre in quelli sviluppati i settori in ascesa sono educazione, energia e assistenza medica.

Figura 8: trend dei mercati di destinazione (fonte: GIIN, 2016, *Impact investing trends. Evidence of a growing industry*).



³⁵ Eurosif, 2016, *European SRI study*.

³⁶ Eurosif, 2014, *European SRI study*.

³⁷ GIIN, 2017, *Annual Impact Investor Survey*.

³⁸ Compound Annual Growth Rate: tasso di crescita annuo composto. È un indice che rappresenta il tasso di crescita di un certo valore in un certo periodo di tempo: riduce a un valore costante la crescita del valore nel periodo di tempo considerato.

Figura 9: distribuzione *impact investing* per settori (fonte: GIIN, 2017, *Annual Impact Investor Survey*).

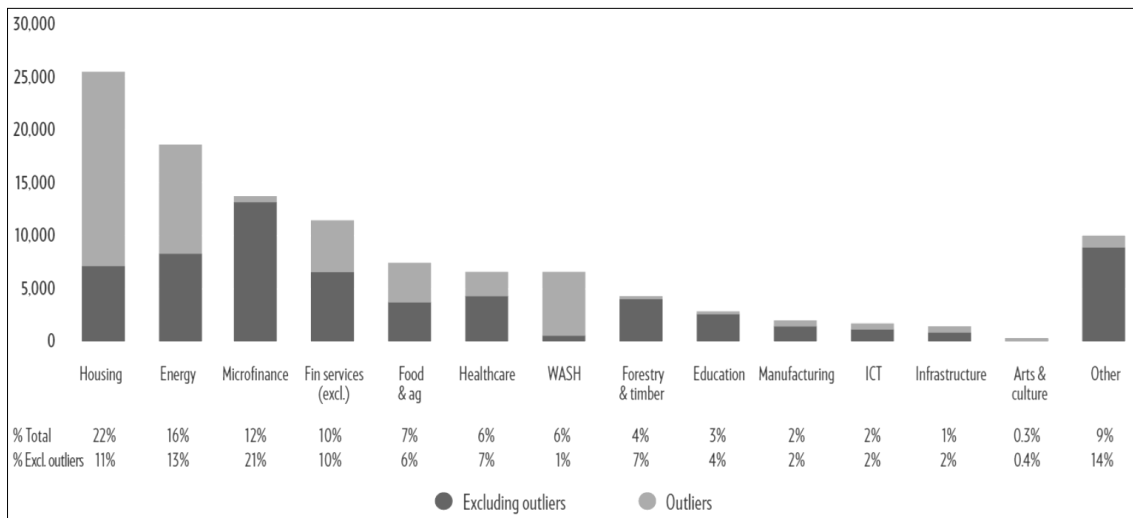
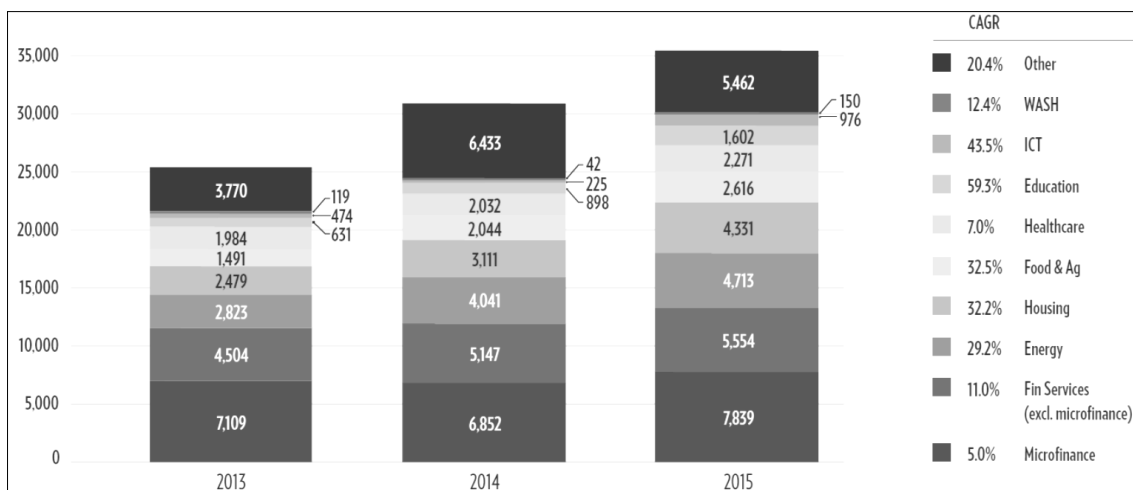


Figura 10: trend distribuzione *impact investing* per settori (fonte: GIIN, 2016, *Impact investing trends. Evidence of a growing industry*).



2.4 Strumenti e risultati finanziari

Partendo dal presupposto che nell'ambito finanziario possiamo trovarci di fronte a un investimento fatto nel mercato primario (il denaro investito va direttamente a un'impresa) o nel mercato secondario (il denaro va a un altro investitore, l'impresa ha già ricevuto il denaro), l'*impact investing* si distingue dagli altri SRI poiché riguarda quasi esclusivamente il mercato primario: cosa ci si può aspettare da questo tipo di investimento? Dalle ultime ricerche risulta che circa due investitori su tre si aspetta un tasso di profitto vicino a quelli medi, ovviamente combinato con il grado di rischio scelto; la restante parte si divide quasi esattamente tra la volontà di preservare il capitale e accettare un tasso di profitto più basso di quello medio di mercato ma comunque più alto di un tasso cosiddetto *risk-free*. È evidente

quindi che con la crescente ampiezza degli ultimi anni il fenomeno dell'*impact investing* ha attirato molte tipologie di investitori che hanno fatto tornare in auge il *giusto* tasso di profitto come uno degli obiettivi, se non il principale per alcuni, di questa tipologia di SRI. L'utilizzo degli strumenti finanziari è piuttosto vario, gli ultimi anni non hanno registrato grandi variazioni e i numeri sono i seguenti: 41% per l'uso di obbligazioni e altri strumenti che si configurano come titoli di debito, 27% per *l'equity* e 14% per investimenti materiali (per esempio terreni, infrastrutture). Gli strumenti sono comunque in un momento di cambiamento ed evoluzione come conferma Big Society Capital³⁹ che nei suoi report afferma di vedere una crescente varietà di strumenti di debito, citando i charity bond, semplici o con garanzie, e strumenti di investimento immobiliare; in particolare nel 2016 ha condotto un survey per analizzare l'utilizzo di tali strumenti nella sua più recente iniziativa contro il cosiddetto *poverty premium*, ovvero l'evidenza che persone che vivono in povertà paradossalmente pagano di più per beni e servizi di prima necessità.

All'interno degli strumenti di debito è interessante parlare dei nuovi scenari creati da titoli che, in un certo senso hanno una vita parallela all'*impact investing*: social bond e green bond. Il social bond secondo l'ICMA⁴⁰ è uno strumento di debito i cui proventi sono destinati esclusivamente a finanziare *in toto* o in parte progetti sociali⁴¹ esistenti o in creazione: tipici esempi di progetti finanziabili sono infrastrutture di base a basso costo di utilizzo, creazione di posti di lavoro, abitazioni economiche, *food security*⁴². Il green bond invece è lo stesso strumento di debito di cui sopra ma gli obiettivi sono progetti con benefit ambientali: sebbene le linee guida *impact* dello strumento siano costruite su base volontaria le aspettative degli investitori sono piuttosto alte e la conferma è il volume di utilizzo di questo tipo d'investimento che si stima intorno ai 200 miliardi di dollari nel 2017⁴³ (questa cifra non viene conteggiata all'interno del volume dell'*impact investing* data l'autonoma sfera dello strumento). Come mostra la figura 12 è importante pensare al green bond come a un processo che ha avuto diversi step fino a ora: nel 2007 la prima emissione, nel 2014 l'enunciazione ufficiale dei principi (Green Bond Principles); elemento costante di questo processo è stata la misurazione dell'*impact* per ottenere credibilità nel mondo della finanza ambientale grazie a un'amministrazione ad hoc che permetteva il controllo da parte dei diversi *stakeholder* dei *cashflow* in entrata e in uscita.

Per quanto riguarda il rendimento dei vari strumenti le percentuali sono mostrate in figura 13

³⁹ Big Society Capital è un istituto finanziario con sede nel Regno Unito.

⁴⁰ International Capital Market Association.

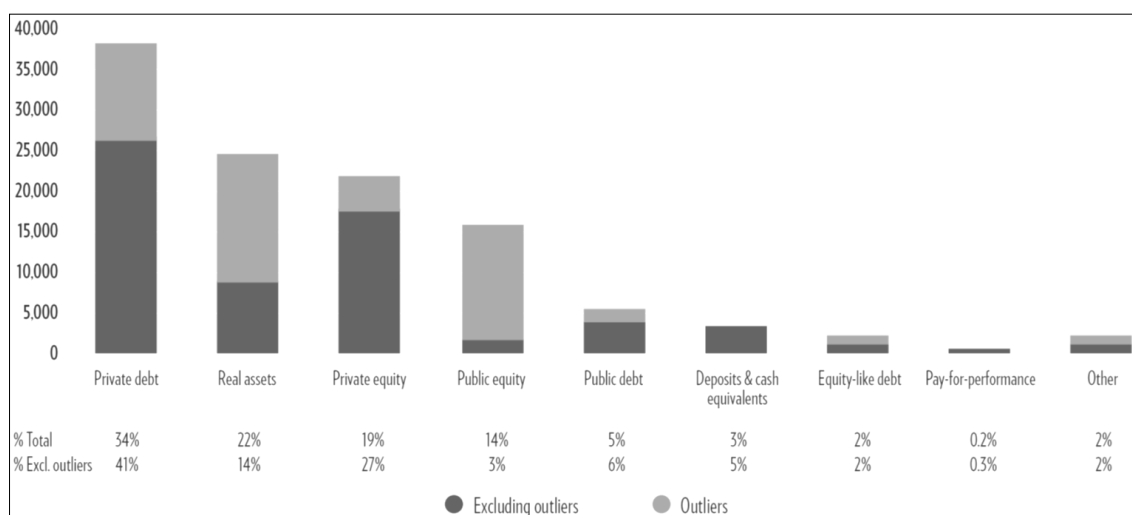
⁴¹ Le linee guida per definire progetti *sociali* sono definiti dall'ICMA in *Guidance for issuers of social bonds*.

⁴² La sicurezza di un livello di nutrizione minima.

⁴³ CBI, 2017, *Bonds and climate change. The state of the market*.

e ci raccontano uno scenario che si poteva prevedere facilmente: il tasso medio di rendimento lordo è più elevato in caso di *equity* ed è più elevato in caso di mercati emergenti. Un'altra osservazione da fare è che la maggior parte degli investitori interpellati dal GIIN dichiara di essere in linea con le attese dal punto di vista finanziario o di superarle (85%). Una testimonianza di valore viene da Prudential Financial Inc⁴⁴ che ha rilevato una significativa crescita nel 2016 nell'offerta di capitali per l'impact investing, motivo per cui ha aumentato il suo impegno da 500 milioni a un miliardo di dollari entro il 2020. La parte più rilevante è come la gestione degli investimenti come portafoglio invece che come singoli deal abbia garantito all'impresa il rischio/rendimento voluto e ridotto la volatilità: vedendo le partecipate in una visione d'insieme i manager di Prudential sono stati in grado di estrapolare da ognuna misurazione e tecniche di analisi da applicare ad altre e hanno beneficiato di sinergie che altrimenti sarebbero andate sprecate.

Figura 11: distribuzione *impact investing* per strumenti finanziari (fonte: GIIN, 2017, *Annual Impact Investor Survey*).



⁴⁴ Prudential Financial Inc è un istituto finanziario statunitense che gestisce fondi assicurativi, fondi pensione e altri fondi d'investimento chiusi.

Figura 12: processo di diffusione del green bond (fonte: Eurosif, 2016, *European SRI study*).

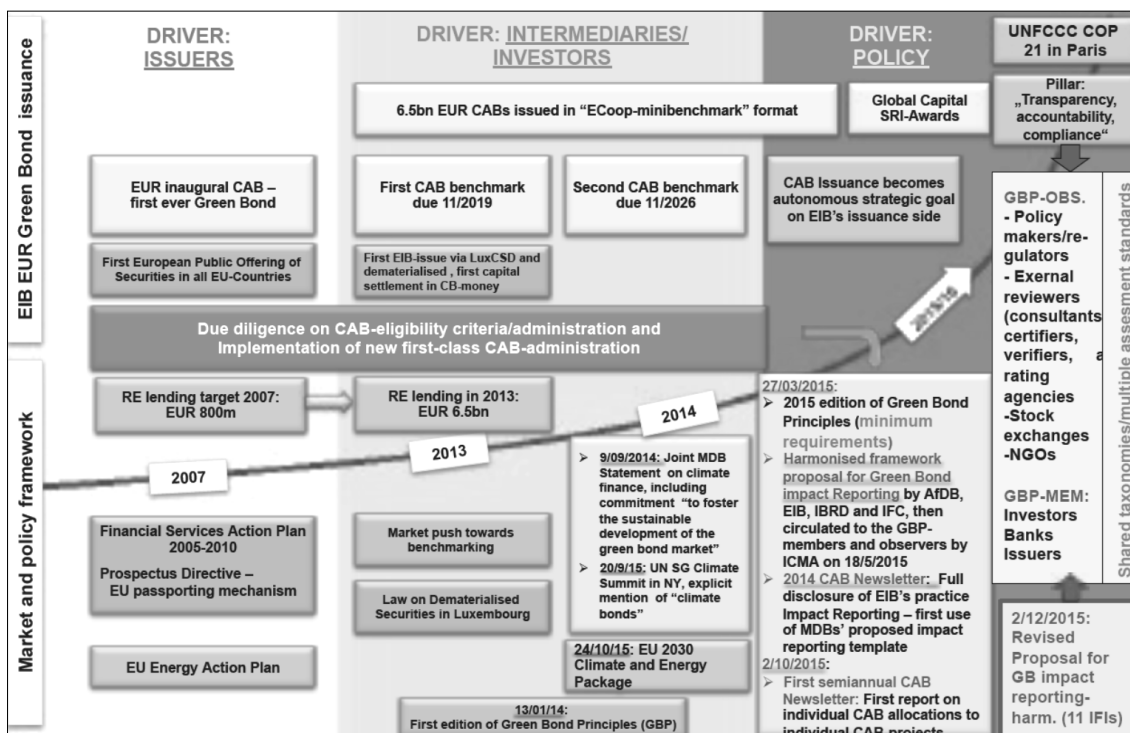
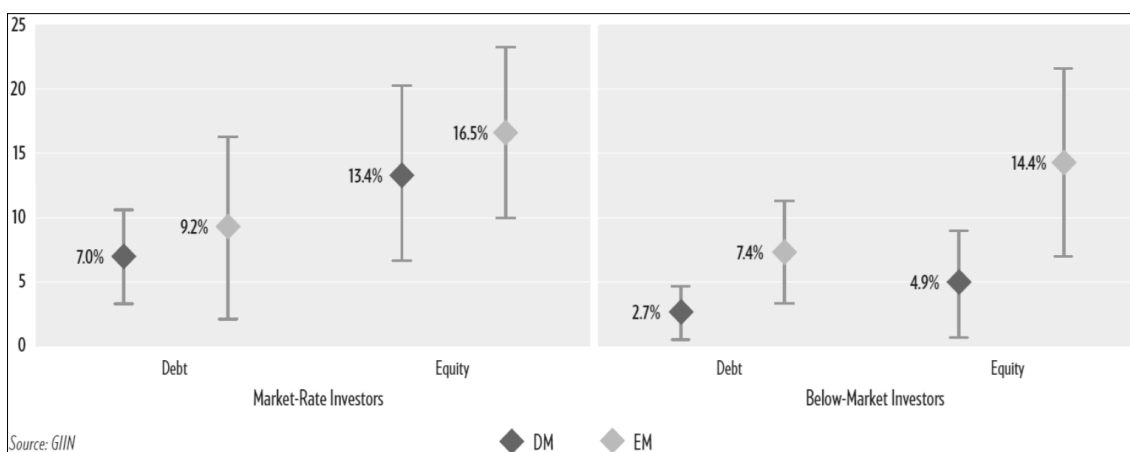


Figura 13: tasso di rendimento lordo medio per strumenti finanziari (fonte: GIIN, 2017, *Annual Impact Investor Survey*).



2.5 Difficoltà e sfide del mercato

La profondità che il fenomeno dell'*impact investing* sta assumendo aumenta di anno in anno le sfide che gli investitori e gli intermediari devono affrontare. In tal senso è utile analizzare cosa viene percepito da questi soggetti e qual è il livello di maturazione del mercato. Le principali sfide, secondo i dati del 2016 confermate anche dal report dell'Eurosif⁴⁵, sono

⁴⁵ L'Eurosif è un'associazione europea per la promozione degli investimenti sostenibili e responsabili.

state la mancanza di capitali interessati allo spettro di valori rischio/rendimento dell'*impact investing*, la mancanza di opportunità di investimento con rilevanti dati storici, la difficoltà di ottenere una buona *exit*⁴⁶, la difficoltà di fare uno screening qualitativamente efficace tra gli investimenti a causa di mancanza di dati; in coda si trova il sostegno dei governi e delle agevolazioni fiscali e il numero di professionisti con le skill richieste. Nel triennio preso in considerazione complessivamente invece, emergono alcuni dati molto promettenti per lo sviluppo del mercato: le sfide percepite come sempre più rilevanti sono l'offerta di professionisti con le skill richieste e l'inadeguata misurazione dell'impatto. Questo fa ben sperare per il futuro poiché significa che 1) il mercato è in forte sviluppo poiché la richiesta di personale qualificato supera l'offerta e 2) è ormai chiara la chiave di questo segmento del mercato, la misurazione della performance *impact*.

Figura 14: sfide alla crescita dell'*impact investing* (fonte: GIIN, 2017, *Annual Impact Investor Survey*).

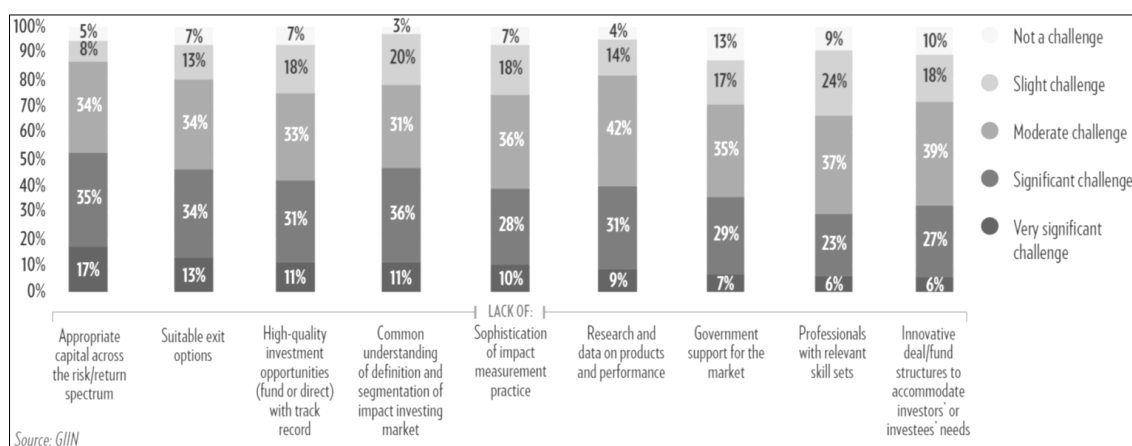
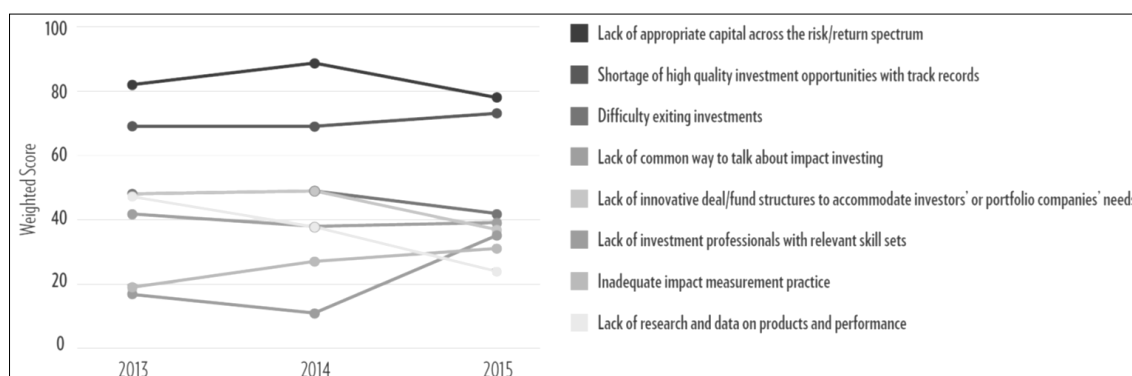


Figura 15: trend delle sfide alla crescita dell'*impact investing* (fonte: GIIN, 2016, *Impact investing trends. Evidence of a growing industry*).



⁴⁶ Per *exit* si intende un disinvestimento: la vendita dell'asset con il conseguente premio rispetto all'investimento nominale effettuato in partenza.

2.6 Rischi del mercato

Infine il survey del GIIN analizza i rischi incontrati o percepiti durante il periodo di riferimento.

L'analisi che il report propone va al di là del normale rischio finanziario che si sceglie di affrontare quando si investono capitali: i rischi presi in considerazione sono, per così dire, figli della natura dell'*impact investing* o, più in generale degli SRI.

L'analisi comparata dei tre anni conferma quanto emerge nei dati più recenti: i rischi più elevati sono l'esecuzione del business model, il rischio di oscillazione della moneta locale e il problema legato alla liquidità dell'investimento, quindi all'exit. Ritengo che il fatto che l'*execution* sia percepita come il rischio più grande derivi dal fatto che si investe in qualcosa di più di un'azienda creata per generare reddito: si investe in un'impresa che genera valore quantificabile con strumenti differenti da quelli tradizionali. Di conseguenza gli obiettivi, specialmente quelli nel breve periodo, potranno essere diversi da quelli che comunemente si trovano in un'impresa (avere un ROI⁴⁷ elevato fin dall'inizio, per esempio). Nella classifica dei rischi trova spiegazione il fatto che molti intermediari vedono il *co-investment* come una soluzione o un palliativo: con altri soci *attivi* l'attività di direzione aziendale è più facile e sicuramente più efficace.

Figura 16: trend dei rischi percepiti dagli investitori (fonte: GIIN, 2016, *Impact investing trends. Evidence of a growing industry*).

	2013	2014	2015
Business model execution & management risk	130	132	111
Country & currency risks	48	46	61
Liquidity & exit risk	53	48	48
Financing risk	39	48	43
Market demand & competition risk	51	52	42
Macroeconomic risk	38	31	39
Perception & reputational risk	13	14	10

⁴⁷ *Return on investment*. La percentuale di profitto rispetto all'investimento.

2.7 Risultati *impact*

Oltre la performance finanziaria c'è ovviamente la performance sociale e ambientale, vero fulcro dell'*impact investing*. Questa performance viene misurata in modi piuttosto diversi tra loro a seconda del settore e dell'investitore: molti investitori si affidano all'IRIS system⁴⁸, che dà il vantaggio di facilitare le comparazioni tra le imprese che lo usano mentre altri hanno sviluppato degli strumenti interni che li aiutano nelle misurazioni con il vantaggio di raccogliere dati più precisi e modellati sui propri bisogni; una terza via è la combinazione di strumenti propri e sistemi standardizzati come quello IRIS: in questa maniera si facilitano i confronti grazie alla standardizzazione e si ottiene anche il vantaggio degli strumenti interni ma si allungano un po' le tempistiche di raccolta e analisi dei dati. L'FMO⁴⁹ con l'aiuto di consulenti esterni è stata in grado in breve tempo di sviluppare un modello di metriche che catturano i risultati diretti e indiretti dell'investimento, quindi anche le esternalità positive che diventano un surplus significativo in sede di presentazione dei risultati di fronte agli investitori. Questo modello ha permesso all'istituto olandese di concentrarsi su mercati geografici molto specifici in modo da estrarre un numero limitato di dati ma estremamente precisi affinché potessero far fronte alla difficoltà che sarà presentata nel prossimo paragrafo che è la scarsità di investimenti con significativi dati storici.

In cosa consistono le misurazioni del lato *impact* dell'investimento? A seconda della tipologia di investimento e dell'obiettivo si confrontano i dati prima, durante e dopo l'investimento. Dal confronto si evince, utilizzando rilevazioni adeguate, se l'obiettivo è stato raggiunto e in che misura. L'utilizzo delle misurazioni è, come anticipato, il fulcro e il tratto distintivo dell'*impact investing*. Le ragioni di tali misurazioni sono varie: obblighi assunti verso gli investitori, necessità di analizzare i dati per poter correggere eventuali errori, utilizzo dei dati per creare serie storiche da utilizzare in sede di proposta di investimento, strumento di confronto per le scelte d'investimento successive.

La maggioranza degli intervistati ritiene che misurare e gestire l'impatto sia cruciale per raggiungere i propri obiettivi socio-ambientali: l'83% lo ritiene essenziale per capire l'effetto degli investimenti e renderli più efficienti, il 78% pensa che sia utile riportare quei dati nei report per gli *stakeholder* e infine, dato più importante di tutti a mio parere, il 63% utilizza ritiene che nelle misurazioni ci sia valore aziendale; in generale possiamo concludere che le motivazioni interne per misurare l'impatto siano più profonde di quelle esterne.

Chi misura il proprio impatto indica che in media sono tre i gruppi di beneficiari delle attività d'impresa, come mostrato in figura 17: i cluster più raggiunti sono i gruppi di individui in

⁴⁸ Il sistema IRIS verrà analizzato nel dettaglio nel paragrafo 2.8.

⁴⁹ FMO è la banca per lo sviluppo olandese.

determinate condizioni economiche, le donne e i bambini; in media gli investitori concentrati su mercati sviluppati hanno come obiettivo un *range* più vasto di beneficiari rispetto a chi investe in mercati emergenti. Lungo la catena del valore in vece i soggetti beneficiari sono quasi sempre i clienti e i dipendenti delle imprese (figura 18).

Misurare l’impatto di un investimento però può voler dire anche rilevare un cambiamento negativo: la figura 19 mostra che solo un terzo degli analisti però misura questo e al loro interno circa la metà lo misura solo per alcuni investimenti.

Il 91% degli intervistati misura gli effetti diretti e immediati degli investimenti, la percentuale scende al 75% per la misurazione dei risultati nel medio periodo mentre si riduce al 40% quando si tratta di misurare il risultato complessivo del progetto compresi gli effetti indiretti.

Figura 17: cluster di beneficiari tra mercati sviluppati e mercati emergenti (fonte: GIIN, 2017, *The state of impact measurement and management practice*).

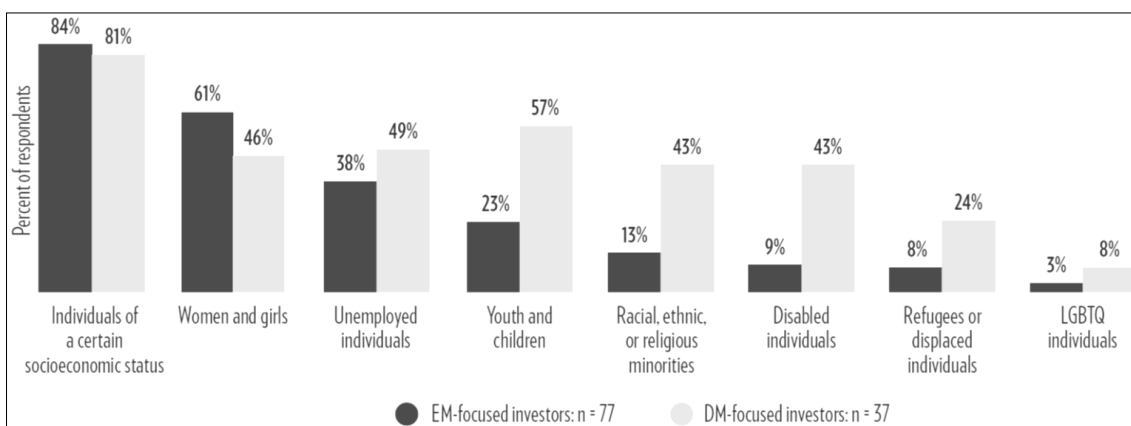


Figura 18: beneficiari lungo la catena del valore per investitori in ambito socio-ambientale o solo sociale (fonte: GIIN, 2017, *The state of impact measurement and management practice*).

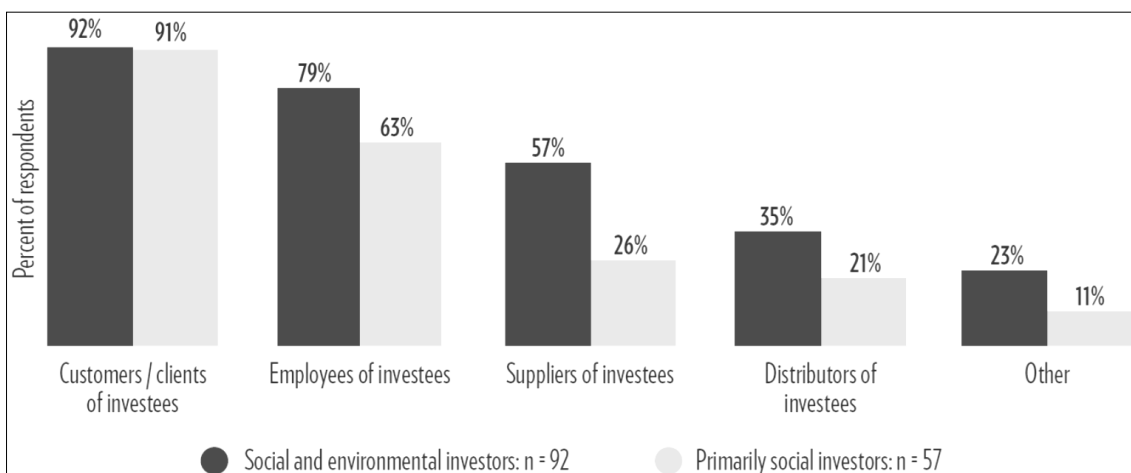
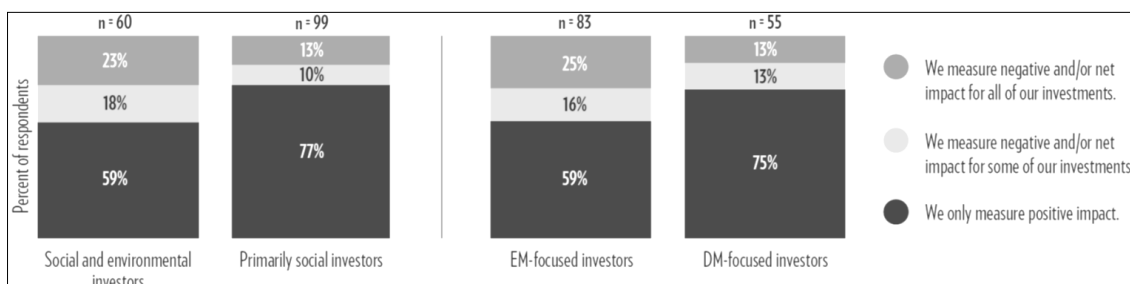


Figura 19: misurazione di impatto negativo e positivo per investitori e per mercati (fonte: GIIN, 2017, *The state of impact measurement and management practice*).



Gli strumenti utilizzati più di frequente sono le metriche IRIS (il sistema IRIS sarà analizzato nel dettaglio nel prossimo paragrafo), i Sustainable Development Goals (di cui si è parlato in precedenza) e B Analytics⁵⁰: nel dettaglio si rileva che chi investe in mercati emergenti utilizza più IRIS e SDG rispetto a chi investe in mercati sviluppati.

La strategia di rilevazione più comune è la combinazione di metriche personalizzate sugli specifici investimenti unite a metriche utilizzate per tutto il portafoglio. La cadenza delle rilevazioni è in media trimestrale mentre la generazione di report è annuale, lo strumento preferito sono i sondaggi e i colloqui *vis à vis*.

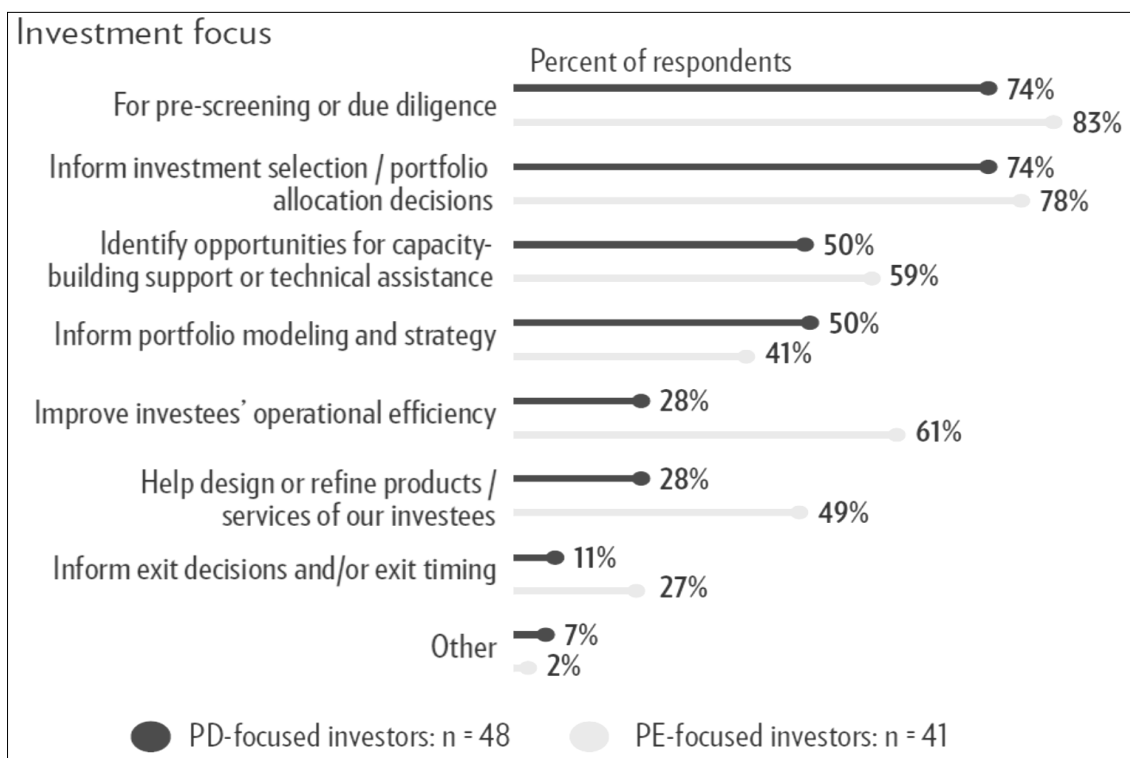
Circa il 90% raccoglie i dati prima e durante l'investimento (specie in *due diligence* quando si valuta l'effettiva concretezza dell'obiettivo fissato) mentre solo il 30% lo fa prima di un disinvestimento.

L'uso dei report è piuttosto vario come mostrato in figura 20: un dato evidente è il grande utilizzo per migliorare efficienza operativa e il design di prodotti/servizi delle partecipate nel caso di investitori che utilizzano l'*equity*.

Nei successivi paragrafi sono analizzati i più diffusi metodi di misurazione dell'impatto.

⁵⁰ B Analytics è una piattaforma che analizza e raggruppa dati sulle pratiche socio-ambientali di più di 40000 imprese: le aree più dettagliate sono l'*engagement* locale, l'impatto ambientale, l'impatto sociale sui clienti, l'ambiente di lavoro. È analizzata più in dettaglio nel paragrafo 2.8.

Figura 20: utilizzo dei report *impact* per investitori *equity* o debito (fonte: GIIN, 2017, *The state of impact measurement and management practice*).



2.8 I metodi di misurazione dell'impatto

Il catalogo IRIS

L'IRIS è un'iniziativa del GIIN che ha sviluppato questo sistema per rispondere alla necessità di valutare la performance di un portafoglio di SRI. Infatti un crescente numero di investitori riconosceva di non poter valutare in maniera adeguata gli investimenti solo con analisi finanziarie; questo unito alla necessità di avere delle metriche standardizzate che potessero quindi aggiungere credibilità ai report grazie alla comparabilità e al riconoscimento da parte di altri soggetti ha portato alla creazione del catalogo IRIS nel 2009.

L'IRIS è un catalogo gratuito di metriche riconosciute e utilizzate dalle imprese leader nell'*impact investing* che misurano il successo sociale, ambientale e finanziario di un investimento.

Nel catalogo IRIS ci sono metriche per:

- performance finanziarie come investimenti correnti e debiti finanziari;
- performance operative come pratiche logistiche e regolamenti di gestione interna;
- performance di prodotto come i processi di produzione e i benefit sociali o ambientali dei prodotti venduti;
- performance di settore come metriche di controllo dell'impatto sociale del settore;
- performance degli obiettivi socio-ambientali come la generazione di posti di lavoro, quantità emesse di gas a effetto serra, ettari di terreno utilizzati con tecniche di utilizzo sostenibile.

Il sistema IRIS include sia elementi quantitativi che specifiche caratteristiche qualitative affinché sia più semplice inquadrare la performance di una determinata metrica nel giusto contesto. Il catalogo può essere utilizzato con un motore di ricerca per trovare la metrica adeguata a cosa si vuole misurare e ogni metrica è strutturata in modo tale da poter essere usata sia singolarmente che in combinazione con altre rilevazioni IRIS o anche con strumenti creati dall'impresa (metriche proprietarie) o altri strumenti standardizzati come il GIIRS⁵¹ o il SROI⁵². È importante però capire che l'IRIS non è un sistema di valutazione in sé, non dà un punteggio all'impresa che viene analizzata; l'IRIS inoltre non è una piattaforma di management dei dati, non aiuta l'attività di collezione dei dati, che è lo step precedente all'utilizzo delle metriche.

Quattro sono gli step per creare il framework di metriche per misurare gli investimenti:

- 1) iniziare con un obiettivo preciso;

⁵¹ Global Impact Investing Rating System. In base ai valori delle metriche IRIS viene assegnato un punteggio alle pratiche sociali e ambientali di un'impresa o un fondo d'investimento.

⁵² Social Return on Investment. È un metodo per assegnare un valore sociale a un progetto: il processo riesce ad assegnare un valore contabile al lato sociale e ambientale del risultato operativo del progetto. Viene analizzato in seguito nel paragrafo.

- 2) creare una lista di dati da rilevare;
- 3) organizzare il proprio portafoglio;
- 4) scegliere le metriche.

Per il primo punto gli esempi di obiettivi sono: la formazione di report e la comunicazione verso gli *stakeholders*; misurare il grado di progresso degli obiettivi *impact* da raggiungere; i progressi delle partecipate poiché essi sono in parte riconoscibili da come essi rispondono alle sfide dello sviluppo sostenibile. È importante scegliere quindi il set di metriche adeguato per fornire informazioni all'utente che lo leggerà, alcuni saranno interessati alle metriche sul lavoro, altri a quelle sull'impatto ambientale, altri alle politiche interne di governance. È comunque fondamentale creare il set di metriche in maniera graduale, apportando modifiche in corso e utilizzare un metodo che faccia partire da analisi semplici e aumentare lentamente il grado di complessità e completezza: le metriche si evolvono nel tempo così come si evolve nel tempo la capacità dell'analista di utilizzare o meno i risultati; non è necessario misurare ogni cosa dell'impresa, l'analista con il passare del tempo e l'aumento della sua competenza riconosce quali metriche escludere e quali inserire in modo da ottenere i risultati più efficienti e utili. Per questi motivi è importante costruire il framework di metriche all'obiettivo dopo che esso è stato fissato e non prima.

Il secondo punto è diretta conseguenza del primo nel senso che in base all'obiettivo prefissato varia la formazione della lista di dati da rilevare. Per esempio se l'obiettivo è la comunicazione verso gli *stakeholders* si crea una lista di bisogni informativi di questi soggetti e poi la si combina con le rilevazioni che l'impresa partecipata può effettuare. Se invece l'intento fosse misurare il progresso degli obiettivi socio-ambientali si partirebbe chiedendosi qual è il cambiamento specifico da ottenere e in seguito si creerebbe una lista di parametri concreti da analizzare per capire se effettivamente il cambiamento c'è stato. Chiaramente è possibile che gli obiettivi della misurazione dell'*impact* siano molteplici quindi è possibile combinare il set di rilevazioni da richiedere alle partecipate in modo da raggiungere contemporaneamente tutti gli obiettivi.

L'impegno reciproco e il lavoro congiunto di partecipata e analista è fondamentale per le misurazioni *impact* poiché scegliere il giusto set di metriche IRIS non serve a nulla se poi l'impresa partecipata non è in grado di fornire i dati necessari alle analisi. Sarebbe come creare formule matematiche ma non avere numeri da inserire al loro interno.




Nel terzo step si prende il set di rilevazioni che si vuole effettuare e si decide se applicarlo a tutto il portafoglio investimenti o solo a un investimento, se applicarlo a un *cluster* di investimenti e creare un nuovo set per un altro *cluster* o se variare solo piccole cose e avere solo un set con alcune variazioni per i singoli investimenti. Questa fase, spesso sottovalutata,

è importante poiché è connessa a una considerazione di Prudential Financial Inc trattata in precedenza: il portafoglio titoli va visto nel suo complesso e non come un insieme di diversi investimenti; in questa maniera sia misurazione finanziaria che misurazione *impact* trovano la loro vera identità.

Il quarto step è la scelta delle metriche IRIS da utilizzare: partendo dai dati che si vogliono rilevare si scelgono le metriche dal catalogo e si compone il set. Il catalogo è organizzato in categorie di prodotti/servizi, tipologia di beneficiari, metriche operative e gestionali e il motore di ricerca funziona per parole chiavi. Una volta trovata una metrica di nostro interesse, aprendola si vede la definizione, la categoria a cui appartiene, il numero identificativo (estremamente utile nei confronti tra imprese con lo stesso set), il metodo di utilizzo, le altre metriche collegate e le variazioni che ha subito durante gli anni.

All'interno del catalogo è possibile trovare dei set di metriche impostati da utilizzatori istituzionali che mettono a disposizione la loro esperienza per i neofiti dell'*impact measurement*. La forza della community sta anche in questo e nella combinazione di diverse esperienze che riescano a stimolare l'impegno di ognuno nel creare i propri strumenti di misurazione che vadano a integrare le metriche IRIS.

Figura 21: esempio di set con combinazione di metriche IRIS e metriche proprietarie (fonte: Truestone Impact Investment Management).

SECTOR	METRIC ID	IMPACT TYPE	METRIC NAME	MEASURE	DEFINITION
 HOUSING/ COMMUNITY FACILITIES	IRIS ID: PI5965	Social	Number of Housing Units Financed	Number of housing units	Number of housing units projected to be constructed or preserved as a result of investments made by the organization during the reporting period.
	IRIS ID: PI8007	Social	Number of Community Facilities Financed	Number of facilities	Number of community development facilities projected to be built, renovated, or purchased as a result of investments made by the organization during the reporting period.
	IRIS ID: PI2640	Social	Individuals Housed	Number of people	Number of individuals projected to be housed in single-family or multi-family dwellings as a result of new construction, loans, repairs, or remodeling resulting from investments made by the organization during the reporting period.
 WATER AND WASTE	IRIS ID: PI2073	Environmental	Hazardous Waste Avoided	Number of kilograms	Amount of hazardous waste avoided based on refurbishing/reusing/recycling as part of delivering or developing the organization's products/services during the reporting period. Organizations should footnote assumptions used when reporting against this metric.
	IRIS ID: PI9468	Environmental	Water Produced for Service Sale: Total	Number of liters	Volume of water produced and delivered to offtaker(s) during the reporting period. Organizations should footnote the calculation assumptions used when reporting against this metric.
	IRIS ID: PI8043	Environmental	Water Produced for Service Sale: Potable	Number of liters	Volume of potable water produced and delivered to offtaker(s) during the reporting period. Organizations should footnote the calculation assumptions used when reporting against this metric.
	TIIM	Social	Individuals Provided with Clean Water	Number of people	Number of individuals provided with clean water as a result of the organization's activities during the reporting period.
	TIIM	Social	Wastewater Treatment	Number of liters	Amount of wastewater treated by the organization during the reporting period that is derived from its productive processes. Organizations should footnote calculations and assumptions.
 CROSS SECTOR	IRIS ID: OI8869	Social	Permanent Employees: Total	Number of people	Number of people employed by the organization at the end of the reporting period. This is the sum of all paid full-time and part-time employees.
	TIIM	Social and/or Environmental	Investment in Social and/or Environmental Businesses	US \$ Invested	Amount invested in businesses that generate a social or environmental benefit.
	IRIS ID: PI4060	Social	Client Individuals: Total	Number of people	Number of unique individuals who were clients of the organization during the reporting period.
	IRIS ID: PI8330	Social	Client Individuals: Female	Number of people	Number of unique women who were clients of the organization during the reporting period.

I Sustainable Development Goals

Le Nazioni Unite hanno programmato 17 obiettivi per trasformare il mondo entro il 2030: 17 macro-obiettivi che si sviluppano in molteplici obiettivi correlati che ampliano notevolmente le aree di effetto dei cambiamenti voluti. Le misurazioni avvengono confrontando i dati relativi ad ogni obiettivi anno per anno per misurare l'effettivo raggiungimento dei valori auspicati. Oltre il 40% dei soggetti facente parte dell'*impact investing* utilizza gli obiettivi delle Nazioni Unite per misurare l'impatto delle attività economiche, posizionandoli al secondo posto degli strumenti più utilizzati dopo il catalogo IRIS.

1 - porre fine alla povertà ovunque e in ogni sua forma (per povertà estrema si intende vivere con meno di 1,9\$ al giorno): obiettivi correlati sono la creazione di programmi che possano spostare risorse economiche da paesi sviluppati a paesi emergenti, programmi per la pronta risposta a catastrofi naturali in paesi con alta percentuale di popolazione in condizioni di povertà; si parla di oltre 700 milioni di persone concentrate in Asia meridionale e Africa subsahariana e in paesi con conflitti militari in atto, un bambino su quattro nel mondo.

2 – porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza alimentare e promuovere l'agricoltura sostenibile: obiettivi correlati sono raddoppiare la produzione agricola e il reddito dei piccoli produttori locali, introdurre pratiche agricole che possano aumentare la produzione in maniera sostenibile, che possano adattarsi ai futuri cambiamenti climatici e alle più frequenti calamità naturali; nel mondo una persona su nove è denutrita (la maggior parte è in Asia) e la fame è causa della metà delle morti dei bambini sotto i 5 anni ogni anno; per quanto riguarda la produzione agricola invece si ricorda che dal 1900 circa il 75% delle varietà di grano sono andate perdute e una migliore biodiversità può essere utilizzata per diete più equilibrate, nutrienti ed economicamente efficienti nelle comunità di produttori locali.

3 – promuovere uno stile di vita sano per tutte le età: obiettivi correlati sono la riduzione della mortalità materna, implementare la prevenzione per l'utilizzo di sostanze stupefacenti e di tabacco, rinforzare il sistema di prevenzione e cura delle malattie legate a stili di vita non salutari.

4 – assicurare la qualità dell'educazione: assicurare un accesso equo al sistema educativo per uomini e donne è l'obiettivo fondamentale, legato anche all'aumento delle borse di studio nei paesi emergenti; ci sono ancora 57 milioni di bambini esclusi dalla scuola primaria mentre circa 103 milioni hanno delle gravi lacune linguistiche a causa della discontinuità della somministrazione degli insegnamenti.

5 – raggiungere l'uguaglianza di genere e il rispetto di tutte le donne nel mondo: eliminare i matrimoni forzati e la mutilazione dei genitali femminili, assicurare completa partecipazione delle donne a vita politica, ruoli manageriali nel privato; circa un terzo dei paesi emergenti deve ancora raggiungere l'eguaglianza uomo/donna nella scuola primaria, in 46 paesi del mondo le donne occupano circa il 30% del parlamento nazionale in almeno una camera.

6 – assicurare a tutti l'accesso all'acqua potabile: parallelamente l'obiettivo è avere una qualità migliore dell'acqua attraverso la riduzione dell'inquinamento chimico e materiale di scarto delle lavorazioni industriali e avere anche maggior efficienza nella logistica in modo da creare nuove riserve d'acqua in zone che hanno scarsa quantità di acqua disponibile; almeno 1,8 miliardi di persone utilizzano una font d'acqua contaminata, oltre l'80% dell'acqua utilizzata dalle industrie è scaricata in fiumi o mari senza filtri anti-inquinamento.

7 – assicurare l'accesso a energia economica, affidabile e sostenibile: l'obiettivo è aumentare la quota di energia ricavata da fonti rinnovabili sul totale, raddoppiare l'efficienza produttiva aumentare le infrastrutture energetiche nei paesi emergenti; ancora 3 miliardi di persone hanno energia basata su carbone o legno, questo settore inoltre è il principale contribuente al cambiamento climatico a causa dell'emissione di gas a effetto serra.

8 – promuovere la crescita economica sostenibile insieme all'aumento dell'occupazione e a condizioni di lavoro accettabili: proporre politiche economiche a supporto della creazione di posti di lavoro con condizioni dignitose per piccole e medie imprese puntando sull'accesso a risorse finanziarie, ridurre la percentuale di disoccupazione giovanile, combattere il lavoro minorile in ogni sua forma, la schiavitù moderna e il traffico di persone al fine di lavoro forzato; la disoccupazione mondiale interessa circa 200 milioni di persone ed entro il 2030 sono a rischio altre 470 milioni di persone che si affacciano al mondo del lavoro per la prima volta.

9 – promuovere l'innovazione e costruire infrastrutture per l'industria: migliorare le già esistenti infrastrutture in modo da renderle sostenibili e affidabili per le nuove industrie, promuovere una diversificazione industriale nei paesi emergenti in modo da renderli autonomi nel lungo processo di crescita, incrementare l'attenzione verso la ricerca attraverso investimenti nel settore pubblico e privato per circa un milione di lavoratori; nei paesi africani l'assenza di infrastrutture affidabili incide sulla produttività delle imprese per oltre il 40% delle loro possibilità, aumentare il lavoro nel settore industriale fa da moltiplicatore per il lavoro negli altri servizi.

10 – ridurre le disuguaglianze tra nazioni: adottare politiche fiscali e sociali in modo da scoraggiare le migrazioni estreme tra paesi, promuovere gli investimenti tra nazioni verso luoghi in cui c'è più bisogno di risorse finanziarie; la differenza di reddito tra paesi sviluppati ed emergenti è cresciuta di oltre il 10% negli ultimi 20 anni ma le differenze di reddito si abbattano colpendo le differenze di opportunità.

11 – rendere le città inclusive, sicure e sostenibili: migliorare il patrimonio culturale racchiuso nelle città del mondo, monitorare e migliorare la qualità della vita nelle città, promuovere la creazione di collegamenti tra città e zone rurali attraverso il supporto alla mobilità sostenibile, implementare sistemi di riciclo di beni, energia, risorse utilizzate dalle città in modo da fornire autonomia; le città occupano il 3% del pianeta ma assorbono circa il 70% dell'energia prodotta.

12 – raggiungere sistemi di produzione e consumo sostenibili: rendere più efficiente l'utilizzo delle risorse naturali, ridurre la produzione di rifiuti attraverso il riciclo e il riutilizzo degli scarti di lavorazione industriale, ridurre gli sprechi alimentari, eliminare le politiche che

incoraggiano gli sprechi energetici facendo assumere alle imprese le responsabilità degli effetti del loro sistema produttivo e del loro impatto sull'ambiente; 1,3 miliardi di tonnellate di cibo viene gettato ogni anno mentre ci sono circa 1 miliardo di persone denutrite al mondo e un altro miliardo in condizioni poco migliori, 2 miliardi di persone sono in condizioni di sovrappeso o obese, il settore del *food* assorbe il 30% dell'energia prodotta ogni anno.

13 – prendere decisioni urgenti per combattere i cambiamenti climatici e i loro effetti: integrare le politiche nazionali con interventi sui rischi climatici e disastri naturali, implementare strategie di risposta ai cambiamenti climatici con co-investimenti dei paesi sviluppati per 100 miliardi di dollari per sostenere l'impatto dei cambiamenti climatici sui paesi emergenti che non hanno possibilità di risposta; gli oceani e la temperatura si è alzata negli ultimi cento anni in maniera esponenziale negli ultimi 30, le emissioni di diossido di carbonio sono aumentate del 50% negli ultimi 20 anni.

14 – utilizzare in maniera sostenibile le risorse provenienti dagli oceani e i mari: minimizzare l'acidificazione dei mari, proteggere l'ecosistema marino, proibire certe tecniche di pesca che danneggiano fondali, coste e conducono a una pesca smisurata distruggendo la possibilità di pescare in futuro; oltre 3 miliardi di persone dipendono dall'ecosistema marino per vivere.

15 – conservare le foreste, combattere la desertificazione, preservare la biodiversità terrestre: prevenire l'estinzioni di specie animali e vegetali, sradicare il traffico di animali e piante protette, ridurre l'impatto della specie umana sull'ecosistema animali e vegetale, risanare le foreste abbattute riducendo nel contempo il consumo di legname; le foreste sono l'habitat di oltre l'80% delle specie animali e vegetali del mondo, ogni anno 12 milioni di ettari di terreno vengono perduti generando una perdita potenziale di 20 milioni tonnellate di grano, su 8300 specie animali il 22% è a rischio estinzione mentre l'8% si è già estinto.

16 – promuovere la giustizia e la pace: porre fine ad abusi, sfruttamento e ogni forma di violenza sui bambini, assicurare accesso equo alla giustizia, sviluppare regolamenti da applicare alle istituzioni di tutto il mondo, promuovere la partecipazione dei paesi emergenti alle decisioni mondiali, combattere la corruzione in tutti i paesi, rinforzare le leggi anti-discriminazione in ogni paese; corruzione, furti ed evasione fiscale costano più di mille miliardi di dollari ai paesi sviluppati, circa il 50% dei bambini costretti a lasciare la scuola primaria si trova in paesi interessati da conflitti militari.

17 – rivitalizzare le alleanze globali per lo sviluppo sostenibile.

B – Analytics

B – Analytics è uno strumento utilizzabile per misurare l'impatto sociale e ambientale delle imprese facenti parte del proprio portafogli d'investimento oppure nella filiera produttiva in cui ci si trova oppure. Le imprese rispondono a sondaggi che riguardano i dipendenti, l'ambiente e le procedure interne attraverso un altro strumento gratuito. L'utilizzatore invece tramite la piattaforma può vedere tutte le risposte nei campi d'interesse che ha selezionato ed effettuare confronti tra le diverse imprese sullo stesso ambito. Tutte le informazioni sono raccolte in maniera automatica e condivise nel *cloud* del cliente in cui è possibile inserire diversi tipi di preferenze di priorità, ordine o frequenza di aggiornamento. Il facile confronto tra diverse imprese aiuta a creare dei punteggi di riferimento di settore, area geografica o altre caratteristiche comuni che possono essere utilizzati facilmente fin dal primo accesso. L'inserimento poi di *best practice* permette di mandare feedback e input alle imprese che rispondono ai questionari in modo da avere performance migliori dal punto di vista *impact* e creare nuovi standard qualitativi. Il sistema è dotato anche di un'integrazione con il catalogo IRIS, il che permette la creazione di pattern di metriche da tenere sotto controllo molto vaste e dettagliate: si va da pattern tematici a quelli classificati per settori economici fino ad arrivare a quelli personalizzati per i clienti che vogliono avere dati su aspetti speciali della vita delle imprese partecipate.

Social Impact Assessment

Il SIA è un metodo di valutazione dell'impatto sociale di un progetto ed è piuttosto diffuso nell'ambito della finanza sostenibile. Esso si compone di 26 punti chiave distinti in 4 fasi ben precise. Nella prima fase l'obiettivo è capire il problema: i punti chiave quindi vanno dalla profonda comprensione degli obiettivi del progetto all'identificare il ruolo di ogni singolo soggetto coinvolto, dall'avere una chiara visione della comunità che sarà influenzata all'integrare procedure inclusive tramite cui la comunità può partecipare all'esecuzione del progetto. Nella seconda fase si analizzano e si stimano gli effetti del progetti: tramite analisi dei dati si prevedono i cambiamenti sociali che si verificheranno, si determinano gli effetti indiretti e come contribuiscono al totale dei risultati, si divide la comunità in gruppi stimando la possibile risposta del singolo gruppo e si elaborano possibili alternative in base agli effetti stimati. La terza fase invece riguarda lo sviluppo di strategie in base ai dati raccolti: strategie di risposta a possibili impatti negativi, strategie di supporto complementare a quella principale per ottenere risultati in tempi minori, strategie per migliorare la ricezione di feedback dalla comunità locale. Nella quarta fase infine si sviluppano programmi per monitorare la situazione: si creano dei parametri per misurare futuri cambiamenti, si crea un sistema di

management adattivo ai possibili scenari conseguenti e si implementa un sistema di valutazione periodico della gestione del progetto. Questo sistema è piuttosto formale e richiede un serio impegno di capitale umano impiegato: per questo viene utilizzato spesso quando si collabora con istituti pubblici.

Social Return on Investment

Lo SROI misura il valore sociale piuttosto che il valore monetario dell'investimento generato. Può essere utilizzato in maniera preventiva misurando così la stima del cambiamento sociale che l'investimento porterà oppure in maniera successiva al suddetto investimento: nel secondo caso sarà una valutazione basata sui risultati già raggiunti.

anche lo SROI come il SIA è composto di diverse fasi: una fase importante e caratterizzante dello SROI è l'identificazione di tutti gli *stakeholder* e dei diversi obiettivi e valori che essi cercano di raggiungere. Come nel SIA c'è una prima fase in cui si stabiliscono le linee guida del progetto e tutti gli obiettivi che si prefigge di raggiungere; in seguito c'è la fase in cui ai vari obiettivi viene associata un input ovvero ciò che l'investimento porterà a fare; in seguito si analizzano i dati derivanti dalla relazione input/output per ogni singolo obiettivo; attribuendo un valore a risultati si calcola l'impatto, sia positivo che negativo, depurandolo da quei cambiamenti che sarebbero venuti in ogni caso o dai cambiamenti avvenuti in maniera indiretta o per altri progetti collegati; si calcola il valore e lo si confronta con l'investimento iniziale potendo così verificare il valore sociale creato; infine si presentano i risultati ai differenti *stakeholder* implementando anche procedure che permettano un monitoraggio successivo degli effetti dell'investimento al fine di valutare ulteriori investimenti successivi.

3 L'*impact investing* in Italia e le sue prospettive

3.1 Il mercato

In ogni Paese l'*impact investing* nasce con uno scopo preciso ma soprattutto con una causa precisa. In Italia si può dire che la nascita o il bisogno dell'*impact investing* sia nato dalla concomitanza di uno Stato non sempre efficiente e di un mercato finanziario che con le sue evoluzioni ha contribuito a creare disuguaglianza sociale. Va visto quindi come un'integrazione ai servizi dello Stato per garantire il famoso welfare, per integrare la spesa pubblica che non risulta più sufficiente a soddisfare i bisogni dell'attuale popolazione. Questa popolazione sta affrontando da un lato i desideri delle nuove generazioni di affacciarsi al mondo del lavoro ma anche un graduale invecchiamento della popolazione che incide sulla spesa pubblica previdenziale. Se si mettono insieme una certa quantità di spesa richiesta per far fronte a tutte queste necessità e una spesa pubblica effettiva che negli ultimi 10 anni ha apportato tagli proprio in quegli stessi settori risulta evidente come gli investitori privati attraverso pratiche di *impact investing* possano coprire il gap che si verrà a creare fino al 2020, anno in cui si faranno i conti con gli impegni presi in Europa. Come risulta dall'edizione 2016 dello Studio Eurosif, l'*impact investing* è la strategia SRI che cresce più rapidamente in Europa: nel biennio 2013-15 gli investimenti hanno conosciuto una crescita straordinaria pari al 385% con una particolare concentrazione su strumenti innovativi quali le obbligazioni verdi (green bond).

I progressi più rilevanti si registrano nel mercato olandese, ma anche in Italia crescono le masse a cui si applica questo approccio che passano da €2 a €2,9 miliardi⁵³. Il Fondo Investimenti per l'Abitare (FIA) che è specializzato nel settore del *social housing*, ha ricoperto un ruolo centrale in tale sviluppo.

⁵³ Fonte: Eurosif.

Figura 22: il percorso dell'impact investing in Italia (fonte: Tiresia).

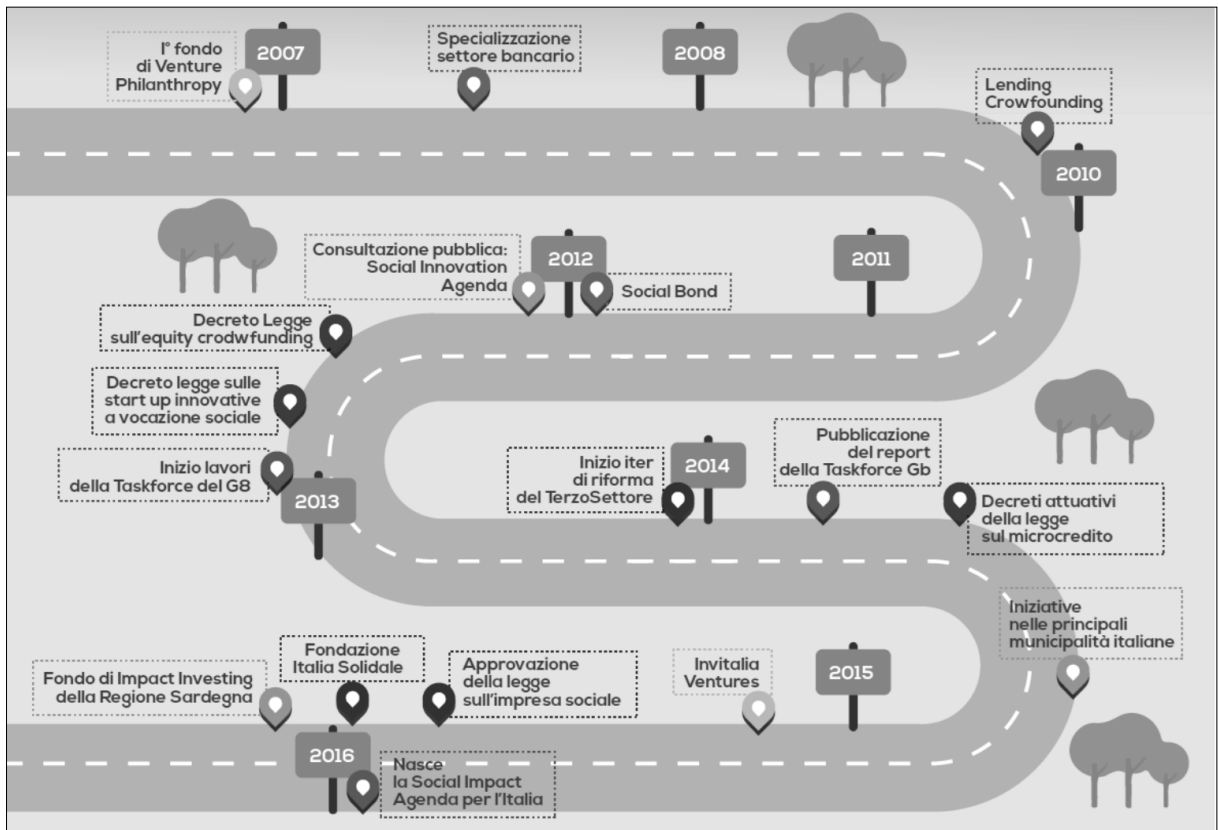
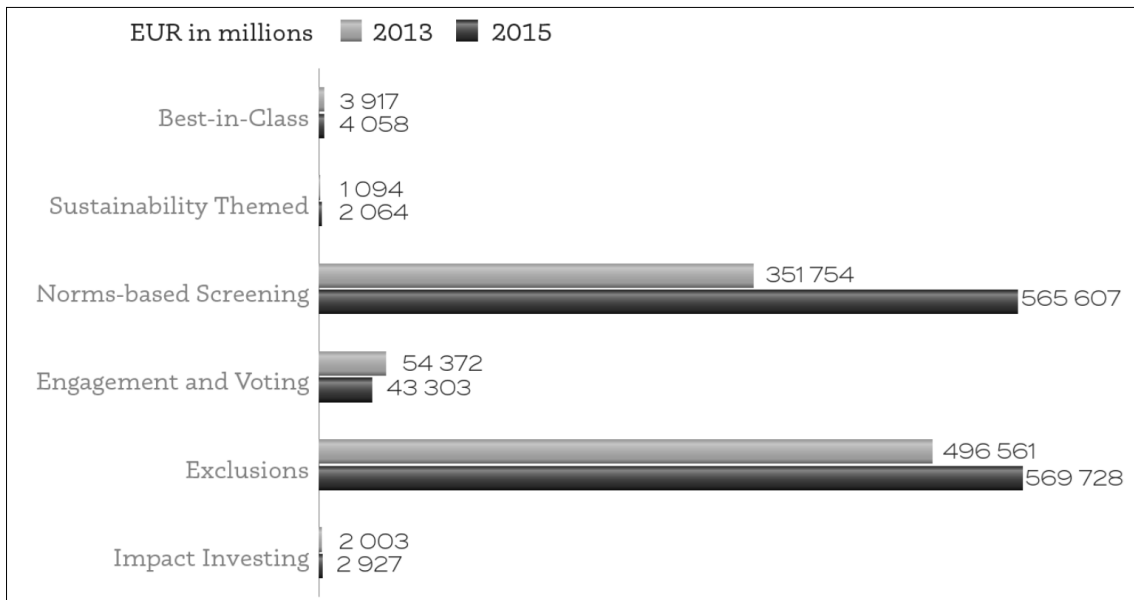


Figura 23: tipologie di SRI in Italia tra il 2013 e il 2015 (fonte: Eurosif, 2016, *European SRI study*).



3.2 I soggetti

L'Italia annovera un enorme patrimonio di organizzazioni di diversa tipologia che operano nella cosiddetta economia sociale e, nel 1991, con l'introduzione della legge sulla cooperazione sociale è stato tra i primi Paesi a far emergere all'interno della propria legislazione il fenomeno dell'imprenditoria sociale. Le cooperative sociali (che sono a tutti gli effetti equiparabili alle imprese sociali) hanno, finora, rappresentato il modello di impresa sociale più diffuso in Italia; la loro forma statutaria ed organizzativa, riuscendo ad armonizzare in maniera equilibrata la dimensione economica e quella sociale, si caratterizza come modello di imprenditorialità innovativa, che nel tempo ha ottenuto il riconoscimento del proprio ruolo all'interno della gestione dei servizi di welfare ma recentemente si vede riconosciuto anche la possibilità di essere importante per i processi di sviluppo locale e per le procedure di occupazione delle categorie più vulnerabili che si affacciano al mondo del lavoro per la prima volta. La principale caratteristica innovativa del modello della cooperazione sociale risiede nella motivazione della costituzione dell'impresa, che si configura come un bisogno sociale condiviso da gruppi di persone che fanno dell'appartenenza al territorio il loro valore più grande. Una seconda particolarità riguarda la natura democratica e *multistakeholder* della governance: l'approvazione del bilancio e dei programmi di attività ad esso legate avvengono sulla base del principio "una testa un voto", senza considerare l'effettiva partecipazione al capitale sociale; inoltre alla gestione dei servizi erogati partecipano anche gli utenti che ne usufruiscono. Il 10 luglio 2014, il Governo Italiano, al termine di un'ampia consultazione pubblica, ha approvato una riforma del Terzo Settore e dell'impresa sociale che prevede una profonda revisione dello statuto giuridico dell'impresa sociale. Tali revisioni hanno sostanzialmente l'effetto di superare il vincolo di non distribuzione degli utili, seppur con delle necessarie limitazioni nella garanzia di una governance inclusiva e di un tetto alla remunerazione degli utili. È una svolta molto significativa perché in qualche maniera permette l'ingresso del capitale privato nell'impresa sociale. La nuova impresa sociale si caratterizza quindi non più solo per l'impossibilità di distribuire utili, bensì in base al raggiungimento di impatti sociali positivi misurabili: tale visione si allinea all'approccio internazionale della task force sui Social Impact Investment creata in sede del G8 del 2013.

Ma a quanto ammonterebbe il potenziale dell'imprenditoria sociale italiana se si verificassero condizioni normative favorevoli a includere tutte le organizzazioni (profit, non profit, ibridi) che in sostanza hanno una missione sociale, una governance inclusiva e un sistema di rendicontazione dell'impatto economico e dell'impatto sociale? Prima di tutto sono da considerare più di 20 mila organizzazioni non profit, diverse dalle cooperative sociali: tra le

imprese sociali invece quasi tutte fanno parte del settore dei servizi (92,2%); il 50% risulta attivo in prevalenza nei settori dei servizi socio-assistenziali e della salute; il 16% circa opera nell'istruzione e nei servizi formativi; poco meno del 10% nei servizi di supporto alle imprese e alle persone. Solo l'8% delle imprese sociali fa parte del settore dell'industria. Approfondendo i numeri i dati rivelano che il 43% delle imprese sociali ha meno di 10 dipendenti, il 35% tra i 10 e i 49 dipendenti e il 22% più di 50 dipendenti. Metà delle imprese sono sostenute o comunque annoverano al loro interno lavoratori volontari. Tornando ai settori interessati c'è da considerare che le nuove forme di imprenditorialità sociale possono rappresentare una soluzione anche per la gestione dei beni comuni. L'impresa sociale può offrire una gestione efficiente (se supportata) delle risorse pubbliche, garantendo l'accesso universale e una *governance multistakeholder*: sarebbe un nuovo fronte in cui poter misurare l'impatto sociale. Il tema assume un'importanza particolare per quelle imprese che gestiscono servizi pubblici locali e perseguono una strategia orientata alla crescita imprenditoriale su scala più ampia, pur continuando a mantenere un legame vitale con la comunità locale primaria.

Nel 2015, la presenza di strumenti finanziari che uniscono ritorno finanziario e conservazione di valore ambientale o sociale fa sì che il fondo Investimenti Sostenibili⁵⁴ delinea una politica di investimento incentrata sull'obiettivo di generare un impatto misurabile, diventando così il primo fondo ad impatto in Italia. Nel 2016 LifeGate, una classe del suddetto fondo, è stata quotata in borsa per estendere in maniera esponenziale l'accesso a questo tipo di finanza a investitori privati e risparmiatori. Il fondo Investimenti Sostenibili ha un unico intento: creare una migliore economia fondata sulla crescita sostenibile che possa garantire elevata qualità della vita delle generazioni presente e futura. In Italia, Investimenti Sostenibili è di conseguenza il primo fondo a pubblicare un Report di Impatto. Il processo di selezione prevede anche l'esclusione di strumenti finanziari emessi da imprese che hanno un impatto negativo sull'ambiente e sulla società, o da Stati nei quali non vi è il rispetto dei diritti umani e delle libertà individuali.

Un altro fondo nato da pochi anni è l'OPES, il primo fondo di investimento impact specializzato nelle economie emergenti in Italia: è caratterizzato da una forma ibrida (la raccolta avviene tra capitale filantropico e quasi filantropico mentre l'impiego delle avviene come capitale di investimento attraverso strumenti diversi con preferenza per *equity* e *venture debt*). Le imprese sociali che diventano oggetto dell'investimento sono organizzazioni innovative che propongono prodotti e servizi in risposta a problemi critici e molto vasti: potabilizzazione dell'acqua;

⁵⁴ Il fondo Investimenti Sostenibili è il primo fondo comune d'investimento gestito da Sella Gestioni SGR.

elettrificazione rurale;

accesso delle fasce più vulnerabili della popolazione a prodotti e servizi ad eque condizioni.

Altri tipi di soggetti che hanno un ruolo in questa parte della finanza italiana sono banche, fondazioni bancarie, intermediari assicurativi, fondi pensione, cooperative sociali. Di che numeri si parla? Attualmente, in Italia, una vasta gamma di intermediari tradizionali opera muovendo circa 175 miliardi di euro verso enti no-profit, imprese sociali e PMI.

Nel dettaglio, circa 300 banche commerciali offrono finanziamenti agli enti non-profit e alle imprese sociali, per un volume totale di circa 30 miliardi, mentre le 380 banche di credito cooperativo italiane hanno un volume di attività pari a circa 130 miliardi. Le società cooperative, gestiscono fondi diversi con finalità di promozione della cooperazione o per il prestito mutualistico per un totale di 15 miliardi di euro.

Si rileva facilmente che le banche erogano la maggior parte dei finanziamenti destinati all'economia sociale. In conclusione la predominanza dell'offerta di tipo bancario tipica dei nostri mercati finanziari incide anche sul panorama italiano della finanza sociale: le imprese italiane no-profit dipendono dal debito bancario, rispetto a forme di *equity* o altro tipo di debito, tanto quanto le imprese in categorie più tradizionali. Oltre alle banche, altri detentori di capitale che potrebbero, potenzialmente, ricoprire un ruolo importante all'interno dello scenario dell'*impact investing* sono le fondazioni bancarie, i fondi pensione e le assicurazioni per via dei rilevanti patrimoni che gestiscono e della loro stessa *mission*. Le fondazioni bancarie sono soggetti privati no-profit che perseguono esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico: rappresentano una tipicità italiana. Queste gestiscono ingenti capitali, i cui utili sono investiti in attività diverse come istruzione, ricerca scientifica, arte, sanità, cultura. Le fondazioni bancarie in Italia sono meno di 100 e nel 2013 hanno finanziato progetti a fini sociali per 884,8 milioni di euro. Al termine del 2013, detenevano circa €41 miliardi di *asset* totali.

3.3 Gli strumenti

In Italia, come anticipato nel paragrafo precedente gli strumenti tradizionali sono quelli più maturi mentre gli altri, per esempio *equity* filantropico o *crowdfunding*, sono in fase di crescita: quelli più sviluppati quindi sono il credito tradizionale e quello mutualistico.

Nella prima tipologia rientrano le categorie di prestito, promosse dagli istituti finanziari tradizionali, create per supportare il fabbisogno finanziario, sia di lungo che di breve termine, delle organizzazioni del Terzo Settore presentate in precedenza. I tassi di interesse e le condizioni di prestito variano ampiamente da caso a caso.

Fanno parte del credito mutualistico invece i finanziamenti erogati, in forma di debito, attraverso fondi di prestito mutualistici alimentati sia dal versamento del 3% degli utili annui delle cooperative associate, sia dalla raccolta di risparmio attraverso il prestito soci e altri finanziamenti da enti finanziari no-profit. Un'esperienza italiana che di diritto rientra tra le *best practice* da diffondere in tutto il mondo è il riutilizzo a fini sociali dei beni confiscati alle organizzazioni criminali. Una volta confiscati definitivamente, i beni sono consegnati a titolo gratuito ad istituzioni, associazioni e cooperative, le quali si occupano della loro gestione creando opportunità di sviluppo economico, territoriale e sociale. L'efficiente utilizzo di tali risorse, altrimenti inutilizzate, crea opportunità di crescita economica, posti di lavoro e in generale un miglioramento della società. Tra le esperienze esemplari emerge quella di Banca Popolare Etica che collabora con l'associazione "Libera" per sostenere, tramite finanziamenti, imprese che gestiscono beni confiscati.

Un altro strumento interessante che sta crescendo in Italia è il microcredito. Definito dai nuovi articoli 111 e 113 del Testo Unico Bancario, il microcredito consiste in un prestito di ridotte dimensioni, non coperto da garanzie reali, associato a servizi di *tutoring* e *coaching*. Può essere corrisposto per sostenere la microimprenditorialità (in questo caso, il prestito non può eccedere la somma dei 25 mila euro) a imprese di dimensioni ridotte (non più di dieci dipendenti), organizzazioni no-profit (associazioni o cooperative), oppure anche a persone fisiche in condizioni di vulnerabilità (in tal caso l'ammontare massimo è pari 10 mila euro).

Nel 2013, in Italia, l'insieme delle 105 iniziative di microcredito monitorate risulta avere erogato poco meno di 10 mila microprestiti, per un ammontare complessivo di oltre 100 milioni di euro.⁵⁵

Per quanto riguarda la categoria equity in Italia questi strumenti sono caratterizzati da uno stadio di crescita limitato o quasi inesistente, rispetto a quelli di debito. Tra gli strumenti di equity più evoluti ci sono sicuramente quelli di *venture philanthropy*.

Questi sono delle iniziative che hanno l'obiettivo di costruire organizzazioni filantropiche fornendo loro sostegno sia di tipo finanziario sia non finanziario (come per esempio servizi di consulenza o marketing indiretto), con il fine ultimo di avere un impatto sociale positivo. L'approccio di *venture philanthropy* unisce l'utilizzo dell'investimento sociale e delle donazioni e solitamente prevede un coinvolgimento più complesso da parte dei promotori con un orizzonte temporale più lungo rispetto ad un programma di accelerazione. I risultati di queste organizzazioni di solito sono visibili dopo alcuni anni di attività cioè quando tutti i meccanismi e le procedure interne sono state perfezionate durante il processo stesso. Di solito il settore in cui questo strumento è più diffuso è l'assistenza sanitaria o l'educazione: per

⁵⁵ Fonte: Social Impact Task Force.

l'educazione l'esempio tipico è la creazione di borse di studio a sostegno di studenti meritevoli ma in gravi condizioni economiche.

Altro strumento diverso dal debito sono le azioni sociali: titoli azionari attraverso i quali è possibile investire direttamente in imprese a elevato impatto sociale. Il vantaggio offerto dai titoli azionari è la base informativa trasparente circa l'impresa che gli investitori utilizzano per identificare quei soggetti che effettivamente creano valore per la società o l'ambiente.

I *green bond* sono il mezzo ideale per finanziare attività economiche che hanno un impatto positivo sull'ambiente. Si tratta di titoli di debito che finanziano progetti con ricadute positive in termini ambientali: i settori tipici sono le energie rinnovabili, la gestione sostenibile dei rifiuti e delle risorse idriche, la tutela della biodiversità, l'efficientamento energetico. In Italia, il primo *green bond* è stato lanciato da Hera nel 2014 con un titolo decennale da 500 milioni di euro. Il 2017 è stato un anno che ha visto due nuove emissioni: Enel, con un'obbligazione da 1,25 miliardi e Intesa Sanpaolo, con una da 500 milioni di euro.

La legge italiana poi disciplina in maniera piuttosto rigida le procedure relative ai *green bond*. I proventi vanno depositati su un conto deposito a essi dedicato oppure trasferiti in un portafoglio specifico: la motivazione è l'immediata tracciabilità della somma. L'emittente è poi obbligato a informare gli investitori di quali saranno gli utilizzi dei proventi se non immediatamente collocati in nuovi progetti *green*: da quel momento inoltre l'emittente deve mettere su un programma di *reporting* che diffonda periodicamente i dati sull'utilizzo dei proventi, tutti i progetti da essi finanziati, le somme distribuite e gli impatti attesi.

Uno strumento recentemente semplificato è il *mini bond*: si tratta di uno strumento complementare e alternativo al credito bancario a sostegno dello sviluppo delle PMI. Il *mini bond* consente alle società di beneficiare di alcune agevolazioni, come i costi di emissione, l'esenzione dalla ritenuta alla fonte e la possibilità di utilizzare beni mobili dell'impresa a garanzia dei titoli. Il *mini bond*, già esistente nella normativa italiana, nel 2012 è stato riformulato al fine di favorirne la diffusione: a tal proposito i *mini bond* possono essere quotati in Borsa sul segmento ExtraMOT PRO, attivo dai primi mesi del 2013. Secondo quanto rilevato dall'Osservatorio sui *mini bond* del Politecnico di Milano, in Italia nel corso del 2016 sono stati emessi 106 *mini bond* da 88 società.

Insieme ai *mini bond* è stata elaborata anche la sua versione "green": i *mini bond verdi*, cioè le obbligazioni i cui proventi sono finalizzati al finanziamento di specifici progetti con impatto ambientale e/o sociale positivo, rappresentano uno strumento di *impact investing* particolarmente efficace poiché semplice e versatile. Il primo *mini green bond* in Italia è stato emesso nel 2014 con un valore di circa 3 milioni di euro da Enna Energia, società operante in

Sicilia specializzata in produzione, distribuzione e vendita dell'energia elettrica.

I progetti finanziabili dai mini green bond possono rientrare nei seguenti ambiti:

energie rinnovabili;

efficienza energetica;

gestione delle risorse idriche e dei rifiuti;

sistemi di trasporto sostenibili;

trattamento del suolo.

Un'altra nuova tipologia di bond è il *social impact bond*, uno strumento innovativo di *impact investing* destinato alla realizzazione di progetti di pubblica utilità, con una remunerazione degli investitori solo ed esclusivamente in caso di effettiva generazione di impatto sociale positivo e solo se opportunamente misurato. Per questa loro particolarità i SIB sono considerati obbligazioni "*Pay by Result*". Le caratteristiche fondamentali dei SIB sono:

la possibilità di generare un risparmio per la Pubblica Amministrazione

attraverso l'iniziativa oggetto di finanziamento;

la condizionalità della remunerazione, versata soltanto a seguito del raggiungimento degli obiettivi e, quindi, della generazione di un impatto sociale positivo misurato.

In Italia, il primo progetto di obbligazione a impatto sociale è nato a Torino in seguito all'iniziativa di Fondazione CRT e Human Foundation, in collaborazione con la casa circondariale "Lorusso e Cotugno". C'era un nuovo importante progetto elaborato nel 2015 da Banca Prossima, che aveva condotto uno studio di pre-fattibilità riguardante un SIB per la valorizzazione dei rifiuti urbani ai fini della produzione di energia a Scampia a nord di Napoli. L'iniziativa però fu abbandonata per un cambio di politiche sulla gestione dei rifiuti dell'amministrazione comunale.

Il *crowdfunding* è una forma innovativa di finanziamento che permette ad un progetto, una causa o un'impresa di raccogliere risorse finanziarie tramite piattaforme web. In Italia le piattaforme di *lending* possono rappresentare un utile strumento per il finanziamento di progetti locali attraverso prestiti a PMI attive sul territorio e, potenzialmente, anche di iniziative di partnership tra pubblico e privato per lo sviluppo di infrastrutture e servizi urbani. In Italia si segnala la piattaforma Terzovalore che consente a persone fisiche e giuridiche di prestare denaro in modo diretto a organizzazioni non profit. L'*equity crowdfunding*, disciplinato dalla Consob nel 2013 è ad oggi un settore in crescita. Dopo timidi passi nei primi anni (al 2015 il totale raccolto era di circa 1,7 milioni di euro) i volumi di raccolta sono aumentati esponenzialmente nell'ultimo anno: a maggio 2017 il settore ha raccolto in totale oltre 12 milioni, finanziando progetti di taglia media oltre i 200 mila euro.

A oggi esiste un'unica piattaforma dedicata esclusivamente al finanziamento di progetti sostenibili ed è Ecomill, dedicata al settore energetico e ambientale.

In conclusione per fare il punto sugli strumenti utilizzati in Italia si può dire che la mancanza di un collegamento tra gli strumenti propri della finanza ad impatto sociale e il mercato degli investitori retail, dove si colloca la maggior parte della ricchezza e liquidità, è uno dei maggiori ostacoli allo sviluppo dell'*impact investing* a livello nazionale.

3.4 La misurazione dell'impatto

Nell'aspetto sociale dell'*impact* l'Italia si allinea all'Europa preferendo l'utilizzo del catalogo IRIS per le misurazioni: seguono poi il SIA e lo SROI.

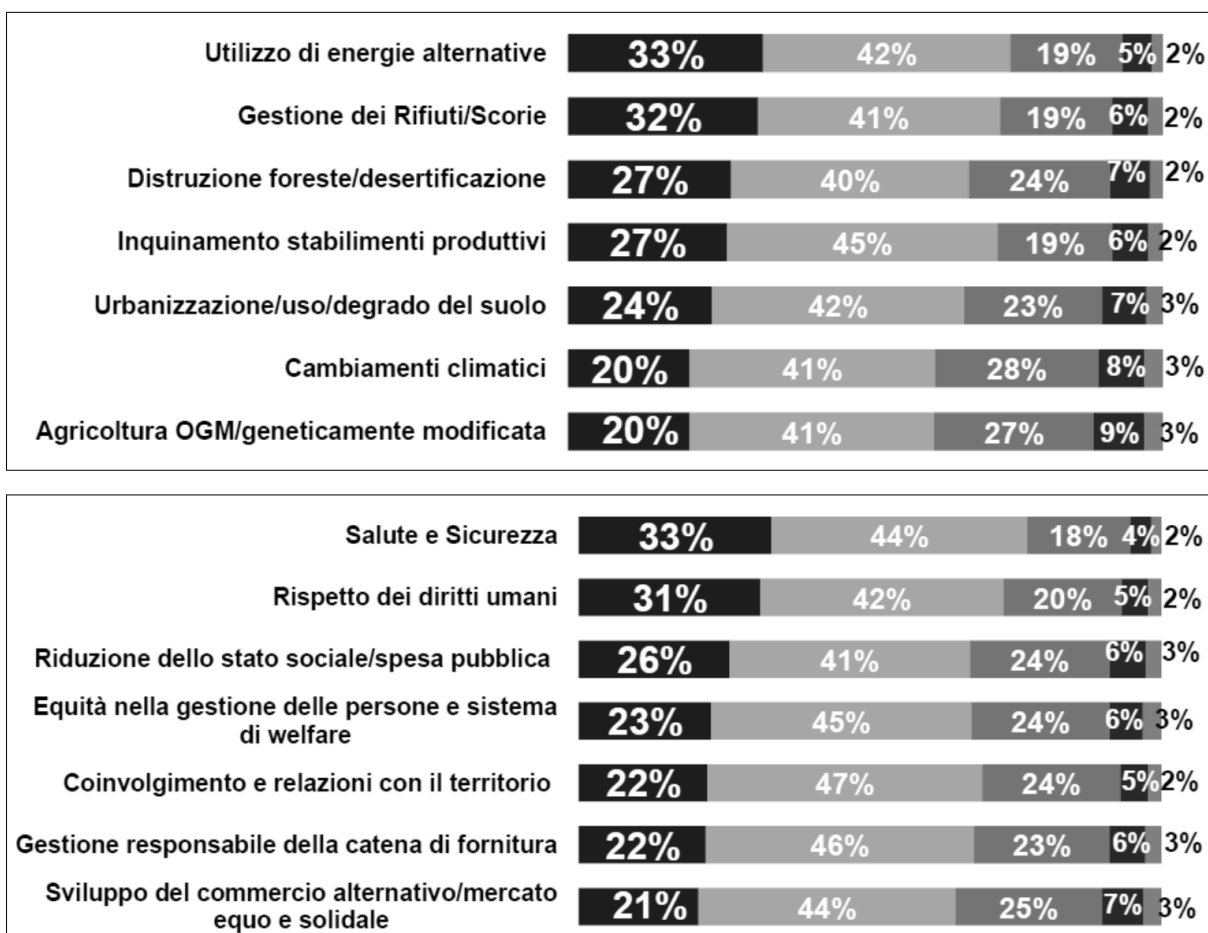
Per quanto concerne gli effetti ambientali degli investimenti, la maggior parte degli operatori concentra i propri sforzi sulla misurazione dell'impronta di carbonio (*carbon footprint*), vale a dire il calcolo delle tonnellate di CO₂ emesse dalle società inserite in portafoglio. Per quanto riguarda il calcolo della *carbon footprint*, la classificazione più utilizzata è quella degli *Scope*, proposta dal Greenhouse Gas Protocol. Ci sono tre classi di *scope* in cui vengono inserite certe tipologie di emissioni: nello scope 1 ci sono le emissioni derivanti da fonti di proprietà o controllate dall'impresa da analizzare (per esempio, i combustibili fossili bruciati per riscaldare gli edifici); lo scope 2 include le emissioni connesse con l'energia che l'impresa acquista, quindi parliamo dei combustibili bruciati dei coloro da cui l'impresa compra energia; infine, nello scope 3 sono considerate tutte le emissioni connesse in qualche maniera all'attività dell'azienda che non rientrano né nello Scope 1 né nello Scope 2, per esempio le emissioni relative alla mobilità dei dipendenti.

3.5 I settori più sviluppati

Le aree in cui l'*impact investing* è più diffuso in Italia sono quelle in cui intuitivamente l'impegno economico da parte dello Stato non è sufficiente o addirittura ha subito tagli nel corso degli anni della crisi. Secondo Tiresia⁵⁶ welfare, cultura ed energie rinnovabili sono i settori in cui nel 2016 è stata registrata la più alta affluenza di investimenti a impatto.

⁵⁶ Tiresia è il centro di ricerca internazionale promosso dalla scuola di management del Politecnico di Milano.

Figura 24 e 25: percentuali di investitori che aumenteranno il proprio impegno finanziario nei prossimi 3 anni per settori (fonte: Forum per la Finanza Sostenibile, 2013).



Housing sociale

Questo settore mira ad ampliare e migliorare l'offerta di abitazioni accessibili alle classi medio-basse e, se fosse possibile, anche a renderle efficienti dal punto di vista energetico: proprio questo secondo punto è oggi una delle priorità, il che equivale a dire che è un'opportunità per investitori.

È stato stimato che già a fine 2015 i prezzi delle abitazioni nelle principali metropoli si trovassero al di sopra della capacità di spesa media e questo problema potrebbe aggravarsi considerato che entro il 2050 due terzi della popolazione mondiale vivrà in città.

In questo contesto, le principali sfide sociali riguardano:

i giovani poiché la maggioranza (circa il 66%) dei giovani tra i 18 e i 34 anni vive ancora con i propri genitori;

gli anziani e le persone con disabilità: questi soggetti necessitano di soluzioni abitative che possano rispondere non solo all'esigenza abitativa ma anche a bisogni eventuali di cura e assistenza;

i costi di mantenimento di un'abitazione, non sostenibili per un numero crescente di famiglie intestatarie di un alloggio, soprattutto nei regioni italiane più colpite dalla crisi economico-finanziaria e da fenomeni quali disoccupazione e precarietà lavorativa;

l'aumento dei mutui in arretrato che vedono un tasso di crescita di circa il 30%;

l'aumento dei flussi migratori verso l'Europa e specialmente l'Italia, che comportano un incremento della domanda di alloggi usufruibili con urgenza.

Secondo i dati della Banca d'Italia, il mercato immobiliare è caratterizzato da una predominanza di abitazioni di proprietà, circa due terzi, rispetto a quelle in affitto che sono il 22%: la restante parte comprende l'uso gratuito (7,4%), l'usufrutto (3,3%) e la locazione finalizzata all'acquisto (0,3%). I proprietari si concentrano nella fascia d'età 55-64 anni mentre la maggioranza degli affittuari rientra nelle seguenti categorie: giovani, persone a basso reddito, famiglie monoparentali o numerose, individui nati all'estero e di cittadinanza non italiana. Negli ultimi anni, a seguito della crisi economica e finanziaria, la percentuale relativa dei proprietari immobiliari è diminuita dell'1,2% a fronte di un aumento degli affittuari (+ 0,7%), interrompendo così il ciclo espansivo durato circa 30 anni. Questo è anche effetto dell'avvento della generazione dei *Millennials* che non vedono nella proprietà immobiliare un valore importante.

A livello europeo così come italiano, la creazione di un mercato immobiliare in grado di rispondere ai bisogni emergenti costituisce un'enorme opportunità per gli investitori: si calcola infatti che i capitali necessari per adeguare l'offerta in termini di accessibilità economica ammontino a 502 miliardi all'anno entro il 2020, con un aumento del 7,3% dal 2015. L'housing sociale può rappresentare la soluzione per quanti si collocano nella già citata "zona grigia", cioè quelli che non rientrano nei criteri di assegnazione delle case popolari e non riescono nemmeno a soddisfare i propri bisogni abitativi sul mercato immobiliare.

In conclusione l'housing sociale può rappresentare un'importante opportunità per gli operatori del settore e per gli investitori impact per garantire non soltanto alloggi accessibili, ma anche servizi abitativi e sociali in grado di migliorare la qualità delle relazioni tra abitanti di uno stesso edificio o quartiere. Il passaggio necessario è dunque quello che comprende sia la semplice offerta di appartamenti sia un'offerta immobiliare più complessa e completa, che possa affiancare servizi di comunità e una gestione "sociale" dei condomini, con spazi condivisi e incentivi ad avviare iniziative comuni. Un esempio virtuoso sono la gestione dei cosiddetti "parchi di quartiere" mantenuti dagli stessi abitanti del vicinato.

I progetti di social housing più virtuosi coniugano l'impatto sociale con quello ambientale, proponendo per esempio abitazioni in classe energetica A e contribuendo, quindi, alla riduzione delle emissioni dannose per l'ambiente. I margini di riduzione dei consumi

energetici nel comparto dell'edilizia sono in ogni caso molto ampi: con interventi sia sulla componente impiantistica sia sulle dispersioni termiche si può diminuire il consumo di combustibili fossili del 70-90%. Inoltre, entro il 2020 la progettazione e la costruzione di nuovi edifici dovranno garantire consumi 10 volte inferiori rispetto a quelli attuali⁵⁷ ma malgrado l'urgenza del problema e la rilevanza dei rischi/opportunità per gli investitori l'integrazione del tema del cambiamento climatico nelle scelte di investimento immobiliare non è ancora una pratica diffusa.

La Fondazione Housing Sociale nasce nel 2004 per realizzare il progetto di Fondazione Cariplo ovvero realizzare interventi immobiliari di natura sociale, con una progettazione integrata dei contenuti architettonici, economici e sociali. Dopo un periodo di studio e di analisi, FHS ha individuato nel fondo immobiliare etico lo strumento più adatto per realizzare progetti di housing sociale in Italia. Il primo di questi fondi, Fondo Abitare Sociale 1, è nato nel 2007 e ha raccolto 85 milioni di euro per realizzare progetti in Lombardia. Tra i progetti di social housing attivati in Italia, ve ne sono alcuni che hanno visto il coinvolgimento diretto delle Banche di Credito Cooperativo. In Friuli Venezia Giulia per esempio il fondo della Federazione regionale delle BCC sta investendo nella creazione di 300 nuovi alloggi destinati alla vendita convenzionata. Invece la Cassa Rurale di Treviglio (BG) ha destinato 2,5 milioni di euro all'housing sociale. Una parte del contributo è stata indirizzata alla ristrutturazione del patrimonio immobiliare della SECO (Società Edificatrice di Case Operaie) in modo da destinare le nuove case in via prioritaria a persone anziane che vivono sole.

Servizi di assistenza sociale

L'invecchiamento della popolazione comporta due conseguenze principali per il sistema sociosanitario: i cittadini sono in media più anziani e dunque tendenzialmente non autosufficienti e bisognosi di assistenza domiciliare; i pazienti diventano più affetti da malattie croniche. Questa situazione richiede allo Stato di incrementare la quantità di capitali per servizi di assistenza continuativa: tra il 2005 e il 2014 la spesa pubblica per l'assistenza di lungo periodo destinata a over-65 non autosufficienti è passata da 15,4 a 20,5 miliardi pari a circa l'1,27% del PIL. Tuttavia, nonostante la spesa pubblica aumenti marginalmente, la porzione di beneficiari dei servizi risulta in calo. L'incremento dei fenomeni migratori verso i paesi europei costituisce un ulteriore fattore di criticità per le strutture socio-sanitarie nazionali, chiamate a garantire ai migranti un adeguato accesso a servizi e percorsi di tutela.

In questo scenario, i tagli alla spesa pubblica sotto le restrizioni dei vincoli di bilancio hanno comportato una minore capacità dello Stato di coprire le spese sanitarie e assistenziali, un

⁵⁷ Strategia Europe 2020.

impoverimento della qualità dei servizi e la restrizione dell'accesso a tali servizi pubblici, con conseguente aumento del ricorso alle strutture e alle prestazioni del sistema privato; l'ultima conseguenza correlata è l'incremento della spesa sanitaria a carico delle famiglie. A fronte della carenza di servizi pubblici adeguati le reti di solidarietà familiare svolgono un ruolo di primaria importanza, generando però un sovraccarico per le famiglie, in particolare per le donne, con possibili ricadute negative sull'occupazione femminile. Per rispondere ai nuovi bisogni di questa popolazione in maniera adeguata tenendo conto dei vincoli cui devono sottostare le finanze pubbliche la strada da percorrere è quella che porta a superare un modello di *welfare* fondato sulle erogazioni monetarie (pensioni e sussidi) e sull'offerta di servizi standardizzati. Le forme d'intervento più efficaci si rivelano essere le collaborazioni tra pubblico e privato: questo approccio non mira solo a superare il problema della carenza di risorse pubbliche, ma anche e soprattutto a rendere più efficaci gli interventi poiché l'istituzione privata è molto più flessibile e modellabile in base alle necessità del caso. In tale contesto, vi sono ampie opportunità di investimento per l'*impact investing*. Da un lato, questa strategia favorisce il flusso di capitali privati a sostegno dell'implementazione di programmi sociosanitari. In particolare, Social Impact Agenda per l'Italia identifica il contributo dell'*impact investing* al sistema di *welfare* (di cui il settore sociosanitario è parte) in cinque azioni⁵⁸:

migliorare: perfezionare le inadeguatezze dei servizi già erogati dal sistema pubblico, per esempio l'eccessiva standardizzazione e la difficoltà di accesso;

correggere: individuare la forma più adeguata di aiuto, per evitare il rischio di vanificare l'impiego delle risorse, per esempio i trasferimenti monetari a volte sono controproducenti e non garantiscono un risultato positivo;

integrare: introdurre sinergie, integrazioni e forme dirette di collaborazione tra diversi attori per affrontare problemi complessi;

prevenire: generare futuri risparmi, investendo in programmi di prevenzione, soprattutto in ambito sanitario;

innovare: trasferire, parzialmente o totalmente, i rischi finanziari e politici connaturati alle innovazioni verso soggetti, per esempio le fondazioni filantropiche, più disponibili a farsene carico rispetto alle pubbliche amministrazioni.

Servizi educativi

Investire nell'istruzione significa finanziare lo sviluppo umano, tecnologico e produttivo

⁵⁸ Social Impact Agenda per l'Italia, 2017, *Modelli di risposta ai nuovi bisogni sociali e possibili scenari di riforma*.

d'interesse comunità locali e aggregati urbani. In altre parole, significa generare materialmente un impatto positivo sulle nuove generazioni, sulla società e anche sull'ambiente in quanto l'innovazione tecnologica può orientarsi verso la generazione di impatti ambientali positivi, oltre che impatti economici.

Gli investimenti nei sistemi educativi racchiudono anche dei rischi difficili da quantificare. In primis la difficoltà di accedere ad investimenti profittevoli, in quanto solitamente è difficile individuare modelli di business capaci di fornire un servizio che in molti contesti è demandato al pubblico che quindi non ricerca un modello che garantisca anche un ritorno economico. Nonostante questo, esistono casi di grande successo che hanno contribuito a creare modelli di business sostenibili da un punto di vista economico, ottenendo un impatto sociale molto rilevante in diversi contesti. Recenti ricerche dimostrano che oltre il 50% degli investitori a impatto è attratto da questo settore che lentamente sta crescendo in Italia.⁵⁹

Se nei paesi in via di sviluppo il problema è l'accesso all'educazione primaria, nei Paesi sviluppati come l'Italia gli elevati costi delle scuole di perfezionamento rappresentano il principale ostacolo. Affinché i talenti a medio e basso reddito possano frequentare le migliori business school del mondo Prodigy Finance emette delle obbligazioni il cui controvalore è utilizzato per finanziare gli studi dei migliori studenti: Prodigy Finance permette anche di comporre un portafoglio diversificato ad alto impatto sociale con ritorni finanziari in linea con i rendimenti medi di mercato.

Foreste e agricoltura sostenibile

Un investimento forestale consiste nell'acquisizione e/o nella gestione di una foresta da legname con l'obiettivo di ottenere un ritorno finanziario. La creazione del rendimento è legata a diversi fattori: la crescita biologica degli alberi, le variazioni di prezzo di legname e prodotti suoi derivati, le variazioni del valore dei terreni interessati dalle attività di forestazione, qualità ed efficacia nella gestione dell'area forestale, delle attività commerciali e dei servizi ad essa correlati.

Gli investimenti nel settore forestale possono avvenire attraverso l'acquisto diretto di un terreno, oppure mediante il ricorso a una *Timber Investment Management Organisation* (TIMO), società che assiste l'investitore nelle fasi di individuazione, acquisto e gestione dell'area forestale. Nel 2001 è nato il Gruppo FSC-Italia, oggi denominato Associazione Italiana per la Gestione Forestale Responsabile, un'organizzazione che opera seguendo le metodologie e gli obiettivi del FSC a livello internazionale. In oltre 15 anni di attività, l'ente ha raggiunto 1.745 aziende certificate, eterogenee per settori e categorie merceologiche. Per

⁵⁹ Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile.

quanto riguarda la misurazione e la rendicontazione dell'impatto, il settore forestale dispone di una vasta varietà di strumenti e metriche. Tra questi ci sono le metriche di FairForest⁶⁰ società che si avvale di un catalogo di 170 indicatori per valutare gli impatti dei progetti di forestazione: tra le categorie di metriche disponibili ci sono quelle per le performance finanziarie degli investimenti, quelle per la qualità gestionale del terreno in esame, quelle per il livello di sicurezza del processo produttivo e quelle che rivelano quanto si è vicino ai parametri di riferimento del mercato. La società fornisce inoltre un servizio di rating, allineato alle metriche del catalogo IRIS, calcolato sulla base dei dati forniti dal gestore della foresta.

Settore agricolo e settore forestale sono profondamente interconnessi. Le foreste hanno infatti un ruolo importante nella conservazione delle proprietà del suolo, del ciclo idrogeologico e dell'habitat naturale. Tuttavia, l'esigenza di destinare crescenti spazi alle coltivazioni agricole costituisce oggi una delle principali cause di deforestazione.

Etifor è un'azienda spin-off dell'Università di Padova. La sua missione è dare il giusto valore alla natura attraverso l'uso della scienza, dell'innovazione e dell'etica. Etifor aiuta a realizzare investimenti responsabili in foreste ed aree naturali con impatti positivi sull'ambiente, sul sociale e sulla governance. Oggi si contano più di 50 tra standard e protocolli di qualità ambientale e sociale applicabili al settore agro-forestale. Molti di questi strumenti sono stati introdotti a seguito della conferenza di Rio del 1992 e a seguito della crisi finanziaria del 2007-2009. Nei progetti realizzati da Etifor le metriche, gli indicatori e le certificazioni di qualità ESG sono personalizzate e scelte in relazione al target d'investimento, al cliente e alle specificità del contesto locale in cui si realizza il progetto. Alcuni esempi di investimenti responsabili in foreste sono Natura7 con l'acquisizione e il miglioramento di foreste esistenti e Alì con la creazione di nuove foreste urbane. Il tasso di rendimento interno è stato del 3% nel primo caso e 0% nel secondo caso poiché si trattava di un investimento filantropico. Gli impatti positivi certificati invece vanno dalla riduzione dell'erosione del suolo, al miglioramento della qualità dell'acqua, dall'aumento della biodiversità alla creazione di servizi di educazione ambientale. Gli standard utilizzati sono invece quelli FSC e FairForest.

Energie rinnovabili

Uno dei settori più strategici dal punto di vista delle risposte ai cambiamenti climatici in corso è quello delle energie rinnovabili. Per "energie rinnovabili" si definiscono le quote di energia derivanti da fenomeni e processi naturali; tali fonti sono inesauribili, o meglio sono in grado

⁶⁰ FairForest è una società del gruppo tedesco OpenForest che offre servizi di consulenza a imprese impegnate in progetti di qualificazione forestale.

di rigenerarsi tendenzialmente a un ritmo più veloce rispetto a quello delle attività umane in cui vengono impiegate.

In Italia, nel 2015 i consumi finali lordi complessivi di energia si sono attestati intorno a 121,7 Mtep (milioni di tonnellate equivalenti di petrolio): la quota coperta dalle rinnovabili è stata pari al 17,5% un valore superiore al target assegnato all'Italia dalla Direttiva dell'Unione Europea per il 2020 (17%) e non distante dall'obiettivo individuato dalla Strategia Energetica Nazionale formulata dal Ministero per lo Sviluppo Economico nel 2013, ovvero 19-20%. Vanno tenuti in considerazione anche altri fattori quali l'abbassamento del costo delle energie rinnovabili o pulite: l'energia solare per esempio costa un quarto in meno rispetto a 10 anni fa; la diffusione di batterie agli ioni di litio, i cui prezzi sono in discesa, è spinta dalla recente espansione del mercato delle auto elettriche (rispetto al 2014 per esempio le batterie costano circa la metà). Infine va discusso il fattore chiave esercitato dagli incentivi statali: prendendo esempio dalla Germania anche l'Italia aveva avviato un programma di incentivi riguardanti le energie rinnovabili e in particolare i pannelli fotovoltaici. Secondo l'Istat quel micro-settore ha avuto una crescita di circa il 45% rispetto ai dati precedenti i sussidi.

Il microcredito

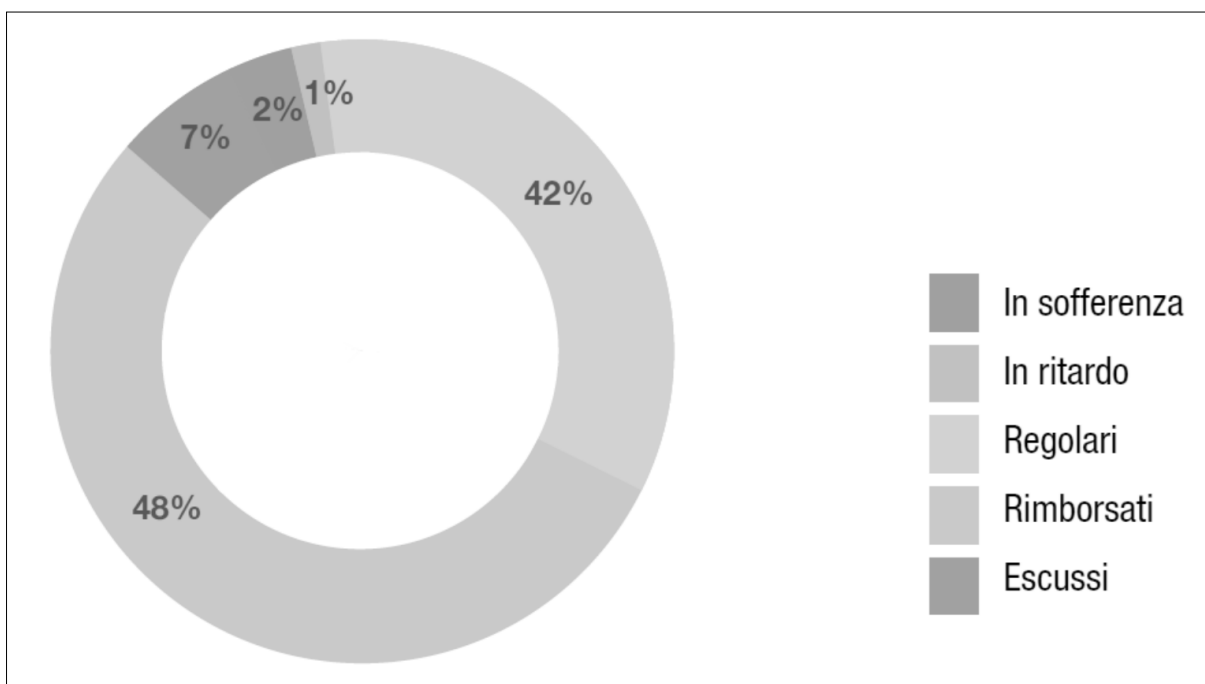
In Italia la microfinanza si è sviluppata soprattutto attraverso il microcredito, attualmente regolato dall'art.111 del Testo Unico Bancario. La normativa che risale al dicembre 2014, disciplina l'erogazione dei micro-prestiti prevedendo anche l'iscrizione ad un apposito albo per le istituzioni che vogliano erogare servizi di microfinanza. Il contesto italiano vede come principali destinatari dei micro-prestiti i seguenti gruppi: piccole imprese, startup, donne, giovani e immigrati.

Le principali tipologie di microcredito sono il microcredito produttivo e il microcredito sociale. Del primo fanno parte i prestiti finalizzati all'avvio di attività lavorative, per persone fisiche o giuridiche, per un ammontare inferiore a 25 mila euro ma senza la presenza di garanzie reali; la parte più interessante è probabilmente costituita dai servizi aggiuntivi di monitoraggio e consulenza che rendono anche differente questo strumento da banca a banca. Per quanto riguarda invece il microcredito sociale esso ha l'obiettivo dell'inclusione sociale e finanziaria dei beneficiari che sono di solito soggetti vulnerabili e in condizioni di grave difficoltà economica e sociale; l'importo non può essere superiore a 10 mila euro e anche qui sono affiancati dai servizi di assistenza. Fino al 2016 erano stati erogati più di 115 milioni di euro dalla rete italiana del microcredito contribuendo alla generazione di circa 20 mila posti di lavoro. Statisticamente rilevante è questo dato: ogni iniziativa di microfinanza in Italia che

viene supportata dal Fondo di garanzia finanziato dallo Stato produce circa 2 nuovi posti di lavoro e mezzo.

Gruppo Banca Etica con Etica SGR è un esempio di microcredito in Italia: i clienti che sottoscrivono i fondi Valori Responsabili di Etica SGR non sono soggetti a commissioni di ingresso ma possono devolvere lo 0,1% di quanto sottoscritto a favore di un fondo che fa da garanzia a progetti di microfinanza ad alto impatto sociale e ambientale. Etica SGR contribuisce a sua volta versando lo 0,1% delle commissioni attive maturate sui fondi. I prestiti sono gestiti direttamente da Banca Etica oppure in partnership grazie alle convenzioni in essere con associazioni radicate sul territorio. Tra queste rientrano, ad esempio Fondazione Pangea che concede piccoli prestiti per l'avvio di un'attività di imprenditoria femminile, Rione Sanità che è impegnata nel rilancio del tessuto socio-economico dell'omonimo quartiere napoletano, Associazione Social Club che sostiene soggetti a basso reddito a Torino. Nel 2016 il fondo di garanzia stanziato ha raggiunto €1,85 milioni, comprensivi dei fondi già impegnati negli esercizi precedenti, e ha garantito 88 nuovi prestiti. Nella figura 26 la situazione dei rimborsi di tutti quei finanziamenti: circa la metà sono stati rimborsati, un altro 42% sta procedendo in maniera regolare e solo il 3% sono in sofferenza o in ritardo sul rimborso.

Figura 26: situazione microcredito in gruppo Banca Etica (fonte: Etica SGR).



3.6 Le prospettive

Di seguito sono elencati i 40 consigli del board italiano della task force Social Impact Investment istituita nell'ambito del G8. Queste raccomandazioni partono dal tessuto economico e sociale italiano per spingere il Paese verso obiettivi europei di sostenibilità: l'intento è quello di muovere gli investitori verso le aziende che hanno impatti sociali e ambientali positivi in modo da dargli nuovi impulsi in parallelo con la finanza tradizionale. Tutto questo, come già esplicitato, potrà compensare il gap tra la domanda di servizi e l'offerta della pubblica amministrazione e supportare in maniera sostenibile il lungo processo di crescita economica che il board auspica.

1 Facilitare la creazione di fondi di fondi, attraverso strutture sovranazionali – ad esempio il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) – in grado di incoraggiare le iniziative a livello nazionale, collegando tali risorse e tali strumenti con gli intermediari già consolidati nel finanziamento alla economia sociale per attrarre fondi aggiuntivi.

2 Utilizzare i fondi strutturali attraverso le amministrazioni centrali e i governi regionali per realizzare veicoli di investimento in logica di integrazione o schemi di garanzia dedicati allo sviluppo dell'imprenditoria sociale.

3 Utilizzare gli strumenti di facilitazione per i finanziamenti di equity, quasi equity e debito realizzati dalla Banca Europea d'Investimento (BEI). Ad esempio il fondo Jeremie, che grazie alla sua struttura ad ombrello, fornisce supporto alle PMI e alle organizzazioni di microcredito, ovvero il fondo Jasmine, rivolto alle istituzioni di micro-finanza, che mira a migliorare l'impatto della microfinanza sull'economia reale, o ancora il fondo Jessica che opera in maniera simile a Jeremie, ma è rivolto a progetti di sviluppo urbano e agisce ad integrazione dei fondi FESR a livello nazionale, regionale e locale.

4 Sollecitare la Commissione Europea affinché promuova, nel campo dei Social Investment Bonds, lo sviluppo di servizi per finanziare l'extra-remunerazione in quei progetti in grado di offrire una performance sociale superiore, ad esempio attraverso i fondi strutturali.

5 Creare un Fondo specifico per l'impresa sociale che, in sinergia con il Fondo Centrale di Garanzia per il credito alle PMI, preveda tre linee di finanziamento dedicate: alle start-up, alla partecipazione al capitale delle imprese attive, ai servizi di capacity building.

6 Per quanto riguarda i prestiti bancari, indurre tutti gli Stati dell'UE a ridurre i coefficienti di assorbimento di capitale, riconoscendo un livello di rischio inferiore per le imprese sociali, una sorta di *Social Supporting Factor*, simile allo *SME Supporting Factor* introdotto dalla Commissione Europea per le PMI.

7 Adeguare il trattamento prudenziale delle esposizioni creditizie degli enti bancari nei confronti degli enti di cui al libro I, capi II e III, del codice civile e delle imprese sociali coerentemente con quanto attualmente vigente negli altri Paesi membri della UE.

8 Garantire i benefici fiscali non solo agli investitori istituzionali ma anche ai singoli investitori e ai cittadini, contrariamente a quanto ad esempio previsto dai titoli di solidarietà ex dl 460/1997 che concedono tutti i benefici fiscali alla banca emittente e zero ai sottoscrittori ma in coerenza con la formula dei TREM Bond* che defiscalizzano i rendimenti per i sottoscrittori.

9 Promuovere adeguamenti regolamentari in materia di crowdfunding e social lending, estendendo il target di imprese beneficiarie, attualmente limitato alle start-up innovative, e semplificando le procedure per l'accesso all'equity crowdfunding.

10 Escludere i prodotti finanziari ad impatto sociale dall'aumento della tassazione degli strumenti finanziari previsto dalla L. 66/2014.

11 Prevedere un più intenso coinvolgimento di Cassa Depositi e Prestiti a supporto degli investimenti destinati al settore sociale, come già avvenuto per il settore del social housing.

12 Introdurre una disciplina delle microassicurazioni, comprensiva di norme definitorie, coerentemente con le linee guida emanate dallo IAIS.

13 Approvare i decreti di attuazione della legge sul microcredito e dare piena attuazione alla norma che prevede l'estensione del Fondo Centrale di garanzia per le PMI ai prestiti di microcredito.

14 Promuovere la regolamentazione del microcredito nei Paesi UE.

15 Introdurre misure normative che consentano la possibilità di utilizzare operazioni di sottoscrizione di nuovi strumenti

finanziari, quali ad esempio i "social impact bond", al pari di quanto realizzato per i cosiddetti "mini-bond" con il recente decreto legge n. 145/2013.

16 A fronte di un aumento della tassazione sulle rendite finanziarie dal 20% al 26%, prevedere una tassazione agevolata, al 20% o 12,5%, per gli investimenti ad impatto sociale come già accaduto per i TREM-Bond.

17 Integrare l'attuale normativa vigente sui prodotti etici e socialmente responsabili con una definizione regolamentare delle specifiche caratteristiche.

18 Ridurre le barriere amministrative e i costi per rendere gli investimenti ad impatto sociale disponibili agli investitori istituzionali e privati.

19 Estendere agli strumenti della finanza d'impatto, adeguatamente definiti e monitorati, la possibilità di redigere un prospetto semplificato. In linea con il modello francese, rendere

obbligatorio per i promotori finanziari l'inclusione di prodotti ad impatto sociale nei loro portafogli.

20 Introdurre una leva fiscale per gli investimenti ad impatto sociale attraverso misure di «fiscalità compensativa».

21 Riconoscere profili di semplificazione e attenuazione delle ordinarie procedure per le emissioni effettuate da strutture operanti in rete collegate da strumenti di garanzia di natura mutualistica.

22 Creare piattaforme e strumenti di mutual learning, raccogliendo le buone pratiche italiane di impact finance e favorendo la condivisione delle esperienze.

23 Sollecitare la Commissione Europea affinché sviluppi ulteriormente la Social Business Initiative, cornice onnicomprensiva in grado di agevolare la mobilitazione di risorse finanziarie verso l'imprenditoria sociale, raccogliendo e rafforzando altre iniziative frammentate dell'Unione Europea nel campo dell'imprenditorialità sociale.

24 Promuovere un'interpretazione regolamentare inclusiva dell'impresa sociale: economia sociale tradizionale (cooperative e cooperative sociali) insieme a nuove forme ibride (profit-non-profit), piattaforme/applicazioni di sharing economy, società multi-utility e di interesse comunitario.

25 Innovare la definizione di impresa sociale, considerando imprese sociali quelle imprese che hanno nella ragione sociale (missione) lo scopo primario di generare un impatto sociale generale o specifico. Promuovere, attraverso la legge delega l'obbligatorietà di tale vincolo (mission-lock), accompagnandolo con la definizione di forme adeguate per misurarlo e per monitorare il suo rispetto.

26 Promuovere, nell'ambito della disciplina delle imprese sociali, l'introduzione di un vincolo al trasferimento o all'alienazione del patrimonio (asset-lock) cogente rispetto alla missione sociale dell'organizzazione e non alla forma giuridica della stessa.

27 Promuovere, nell'ambito della disciplina delle imprese sociali, una revisione del vincolo sulla redistribuzione dei profitti (profit-lock) nella direzione di una più ampia definizione di low-profit con possibilità di limitata redistribuzione degli utili.

28 Promuovere, nell'ambito della disciplina delle imprese sociali, forme di governance multistakeholder, in grado di incidere sui reali processi decisionali. Promuovere una governance trasparente e responsabile con lo scopo di allineare e bilanciare gli interessi di investitori istituzionali e individuali, utenti, beneficiari e amministrazione pubblica.

29 Creare piattaforme e strumenti di mutual learning, raccogliendo le buone pratiche italiane di imprenditorialità sociale e favorendo la condivisione delle esperienze.

30 Promuovere iniziative di scale-up delle imprese sociali, sia attraverso piattaforme finalizzate a favorire la standardizzazione, l'interoperabilità e la replicabilità dei servizi sia attraverso azioni di capacity building innovativo e tecnologico.

31 Ispirare un nuovo quadro normativo, a partire dall'Atto per il mercato unico, che prenda in considerazione il ruolo delle imprese sociali e le necessarie esenzioni rispetto agli obblighi di legge in materia di concorrenza, in relazione alla fornitura di servizi pubblici e alla nuova direttiva UE sugli appalti pubblici.

32 Promuovere l'introduzione di un equivalente del britannico Social Value Act nella recezione della nuova direttiva europea sugli appalti (riconoscimento della creazione di impatto sociale nel punteggio). Quest'ultima già prevede tale possibilità ma lascia la decisione alle amministrazioni locali. Aggiornare la Direttiva degli Appalti Pubblici nella nozione di lavoratori svantaggiati, introducendo il requisito di impatto sociale ai fini dell'eleggibilità dei fornitori.

33 Estendere alle imprese sociali le agevolazioni per le start-up innovative e a "vocazione sociale" (DL 18/10/2012 n.179 conv. L. 17/12/2012 n.221).

34 Introdurre normative fiscali agevolate a favore dell'impresa sociale.

35 Facilitare la raccolta di investimenti privati (corporate/retail) per sostenere attraverso strumenti di debito e equity la cooperazione internazionale, promuovendo e sostenendo in questo modo un tessuto di imprese sociali che sia in grado di coniugare la sostenibilità economica con l'impatto socio-ambientale nei territori. Particolare attenzione dovrà essere data alla replicabilità delle iniziative coniugando con i benefici dello scaling up.

36 Promuovere la pratica della misurazione dell'impatto nel settore dell'imprenditorialità sociale (*social business*) predisponendo (i) una regolazione *minima* a livello contenutistico, fissando dei principi riguardo al processo e alla rendicontazione, (ii) delle linee guida basate sui casi di eccellenza riguardanti i *framework* e gli indicatori.

37 Promuovere, a livello G7, la creazione di una commissione con il mandato di verificare regolarmente lo stato dell'arte della pratica di misurazione dell'impatto negli Stati membri, prendendo in considerazione eventuali modifiche dei requisiti di *disclosure* e riportando agli organi competenti contenuti con possibili implicazioni politiche.

38 Creare un sistema di risorse Web nel quale le informazioni in tema di misurazione dell'impatto sociale e i casi di eccellenza possano essere facilmente ordinati, fruiti e aggiornati; in Italia, e a livello nazionale negli altri Stati predisporre, sotto forma di piattaforme Web, un sistema di risorse che facilitino la raccolta e fruizione dell'informazione esistente riguardo le pratiche di misurazione dell'impatto sociale. Operare affinché la nuova Commissione Europea includa nel *follow up* della *Social Business Initiative* tale progetto,

incoraggiando la creazione di una piattaforma a livello Europeo costituita grazie alle risorse nazionali.

39 Istituire un fondo di investimento di impatto con finalità di sperimentazione mediante un approccio di totale trasparenza, di promozione dell'innovazione e della diffusione delle pratiche, anche nei campi considerati più difficoltosi. Tale fondo di investimento, ad esempio, potrà avere mandato di condurre l'attività di impact investing con il fine di sperimentare meccanismi in ambiti considerati critici per capire "cosa funziona" e cosa no.

40 Promuovere un nuovo quadro regolamentare per i Fondi Europei d'Investimento in ambito sociale, che faciliti uno sviluppo equo e trasparente del mercato attraverso, per esempio, indicatori comuni per la misurazione dell'impatto sociale.

Conclusioni

Tutti gli istituti, i soggetti private e quelli pubblici consultati che fanno da fonti del presente lavoro confermano una cosa: l'*impact investing* è un fenomeno finanziario che è cresciuto enormemente negli ultimi anni e non smetterà di farlo. L'evoluzione degli strumenti finanziari e la nascita costante di soggetti che fanno parte del contesto della finanza sostenibile fanno da supporto a questa crescita e avranno un ruolo sempre maggiore. Giorno dopo giorno gli strumenti della finanza tradizionale vengono adattati a quella sostenibile per facilitarne la diffusione tra un bacino di investitori sempre più ampio; le rilevazioni tra gli stessi investitori supportano l'ipotesi di crescita con numeri più che promettenti. Il cambio generazionale, i rendimenti finanziari che si allineano a quelli dei settori classici contribuiscono non poco a questa espansione.

Il fulcro dell'*impact investing* è comunque la misurazione dell'impatto sociale e ambientale ottenuto: i trend confermano che è questa la preoccupazione più grande da parte degli investitori ed è anche l'ambito in cui continuano a svilupparsi modelli e metodi di quantificazione: se da una parte ci sono già modelli che si sono affermati come il catalogo IRIS, dall'altra c'è il contributo di altri stakeholder come le Nazioni Unite che dopo aver pubblicato i Sustainable Development Goals ne hanno espanso l'area di influenza con moltissimi obiettivi correlati di maggiore profondità e dettaglio. A questi sviluppi va aggiunta la tendenza sempre maggiore dei gestori di fondi d'investimento a sviluppare metodi propri di misurazione: sebbene ci sia un impegno finanziario più significativo in questo modo essi riescono a essere più precisi nelle rilevazioni e a ottenere dati più completi da utilizzare per i futuri investimenti e per informare i propri investitori che, con l'aumento della complessità del fenomeno sono diventati più esigenti.

In Italia la situazione rispecchia quella Europea, un settore in crescita, scontando però le caratteristiche nazionali del mercato finanziario: la forte dipendenza delle imprese italiane dal sistema creditizio bancario influenza anche lo sviluppo di strumenti utilizzabili nella finanza sociale e ambientale. Gli strumenti di debito sono estremamente più sviluppati rispetto a quelli di equità che faticano ancora a trovare spazio nel nostro sistema. Le caratteristiche del contesto italiano poi influenzano non solo gli strumenti da utilizzare ma anche i settori che sono più dinamici e i soggetti che ne fanno parte: crisi finanziaria, impossibilità dello Stato a far fronte a tutte le spese sociali di cui i cittadini necessitano fanno sì che il privato possa compensare il gap di competenze e risorse che esiste. Per tali motivi in Italia la finanza sostenibile è orientata ai servizi di assistenza medica e sociale piuttosto che ai cambiamenti climatici o alla risoluzione di conflitti militari. Per quanto riguarda i soggetti invece si rileva come il contesto italiano sia caratterizzato dalla presenza di una moltitudine di cooperative

sociali per via della normativa favorevole riguardo a obblighi strutturali e fiscali. La crescita auspicata dalla task force creata nell'ambito del G8 che ha elaborato le raccomandazioni per lo sviluppo dell'*impact investing* è supportata dalle previsioni della spesa pubblica e della richiesta di servizi, al cui interno troverà ampio spazio di manovra l'iniziativa privata. per quanto riguarda indagini future su questo argomento sarebbe interessante valutare i risultati raggiunti nel 2021 in cui dovrebbero vedersi tutti gli effetti delle politiche che avevano come vincoli gli accordi e gli obiettivi della strategia Europe 2020.

Bibliografia

AIFI, 2016, *Il mercato italiano del private equity*.

Alberto Lanzavecchia (a cura di), 2014, *Finanza aziendale e Finanza strategica*, USA: McGraw-Hill Create.

Arjaliès D. L., 2010, *A social movement perspective on finance: how socially responsible investment mattered*, *Journal of Business Ethics*, 92 (57-78).

Assoprevidenza, Itinerari previdenziali, 2016, *Investimenti a impatto sociale: analisi e opportunità*.

Aupperle K. E., Carroll A. B., Hatfield J. D., 1985, *An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability*, Academy of Management

Barber B. M., Morse A., Yasuda A., 2016, *Impact Investing*, preliminary paper.

Bengtsson E., 2008, *A history of Scandinavian socially responsible investing*, *Journal of Business Ethics*, 82 (969-983).

Big Society Capital, 2016, *Corporate social investment*, Press Release.

Big Society Capital, 2016, *Social investment insight*, Press Release.

Bertha Centre for Social Innovation & Entrepreneurship, 2016, *Innovative finance in Africa*.

Blasi, S., Caporin M., Fontini F., 2018, *A multidimensional analysis of the relationship between corporate social responsibility and firms' economic performance*, *Ecological Economics*, 147(218-229).

Bonanni E., Guidoni F., Martelli D., Testoni L., 2014, *La finanza SRI in Italia: un'opportunità da cogliere*, Paper dell'VIII Colloquio Scientifico sull'Impresa Sociale.

Cambridge Associates, 2015, *Impact investing index and benchmark statistics (Q1)*.

Cambridge Associates, 2015, *Impact investing index and benchmark statistics (Q2)*.

Cambridge Associates, 2015, *Impact investing index and benchmark statistics (Q3)*.

Cambridge Associates, 2015, *Impact investing index and benchmark statistics (Q4)*.

Cambridge Associates, 2016, *Impact investing index and benchmark statistics (Q1)*.

Cambridge Associates, 2016, *Impact investing index and benchmark statistics (Q2)*.

CBI, 2016, *Bonds and climate change. State of the market*.

Cheng B., Ioannou I., Serafeim G., 2010, *Corporate social responsibility and access to finance*, Harvard Business Press.

Crifo P., Forget V. D., 2013, *Think global, invest responsible: why the private equity industry goes green*, Journal of Business Ethics, 116 (21-48).

Cumming D., Johan S., 2007, *Socially responsible institutional investment in private equity*, Journal of Business Ethics, 75 (395-416).

Dal Maso D. e Bartolomeo M., 2001, *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano.

Eccles R. G., Serafeim G., 2011, *Market interest and nonfinancial information*, Journal of applied corporate finance.

Edmans A., 2011, *Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices*, Journal of Financial Economics, 101(621-640).

European commission, 2016, *Environmental impact investment*.

Eurosif, 2010, *European SRI study*.

Eurosif, 2012, *European SRI study*.

Eurosif, 2014, *European SRI study*.

Eurosif, 2016, *European SRI study*.

Eurosif, 2007, *Food producers*, Sector report.

Eurosif, 2007, *Forestry and paper*, Sector report.

Eurosif, 2008, *Water*, Sector report.

Eurosif, 2011, *Energy efficiency*, Sector report.

Forum per la Finanza Sostenibile, 2016, *Finanza sostenibile e cambiamento climatico*.

Forum per la Finanza Sostenibile, 2017, *Finanza sostenibile e sviluppo locale*.

Forum per la Finanza Sostenibile, CSR Manager Network, 2016, *Engagement su temi di sostenibilità. Le società quotate e il dialogo con gli investitori*.

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

Forum per la Finanza Sostenibile, Mefop, 2015, *Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali*.

Forum per la Finanza Sostenibile, Mefop, 2016, *Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali*.

Forum per la Finanza Sostenibile, 2013, *Il risparmiatore responsabile*.

Gallicani M., (2005), *La finanza etica: paradigma di un sistema di scelte*, in *Etica e finanza*, Signori

S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), Franco Angeli Editore, Milano, p. 98.

GIIN, 2015, *GRI, IRIS and the investor perspective*.

GIIN, 2015, *Annual Impact Investor Survey*.

GIIN, 2016, *Annual Impact Investor Survey*.

GIIN, 2017, *Annual Impact Investor Survey*.

GIIN, 2016, *Impact investing trends. Evidence of a growing industry*.

GIIN, 2016, *The business value of impact measurement*.

GIIN, 2017, *Evidence on the financial performance of impact investments*.

GIIN, 2017, *The state of impact measurement and management practice*.

HSBC, 2016, *Bonds and climate change. The state of the market*, Press Release.

HSBC, 2017, *Bonds and climate change. The state of the market*, Press Release.

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

IAIA, 2015, *Social impact assessment: guidance for assessing and managing the social impact of projects*.

IRIS, 2014, *Getting started with IRIS*, Press Release.

J.P. Morgan Chase & Co, 2016, *State of Private Investment in Conservation . A Landscape Assessment of an Emerging Market*.

JSIF, 2016, *Sustainable Investment Survey*.

JSIF, 2017, *Sustainable Investment Survey*.

Lev B., Petrovits C., Radhakrishnan S., 2010, Is doing good good for you? How corporate sharitable contributions enhance revenue growth, *Strategic Management Journal*, 31(182-200).

London Business School, 2016, *ADVEQ value creation in buyout deals: European evidence*.

Malk Sustainability Partners, 2012, *ESG in private equity*.

Malk Sustainability Partners, 2013, *ESG in private equity*.

Malk Sustainability Partners, 2014, *ESG in private equity*.

Malk Sustainability Partners, 2015, *ESG in private equity*.

Margolis J. D., Walsh, J. P., 2007, *Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance*.

Morgan Stanley, 2017, *Sustainable signals. New data from the individual investor*.

ONU, 1948, *Dichiarazione Universale dei Diritti dell'Uomo*.

Paine L. S., 2003, *Value shift. Why Companies Must Merge Social and financial Imperatives to Achieve Superior Performance*.

Pitchbook, R.R. Donnelley, 2015, *PE ESG survey*.

PWC, 2015, *Bridging the gap: aligning the responsible investment interests of limited partners and general partners*.

Responsible Investor – Insight, 2015, *Private Equity*, Issue 8.

Sacuma K., Louche C., 2008, *Socially responsible investment in Japan: its mechanism and drivers*, *Journal of Business Ethics*, 82 (425-448).

Social Impact task force, 2014, *La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia*.

Social Impact Agenda per l'Italia, 2017, *Modelli di risposta ai nuovi bisogni sociali e possibili scenari di riforma*.

Standard Ethics, 2015, *Correlation between Standard Ethics Rating (SER) and financial performance (including Ratios)*, Standard Ethics, Research Office.

Standard Ethics, 2015, *Ranking annuale delle quaranta maggiori società quotate italiane*, Press Release.

Symbiotics, 2016, *Microfinance funds. 10 years of research & practices*.

WCED, 1987, *Our Common Future*.