

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

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"IMPACT INVESTING: COME LA FINANZA PUÒ AIUTARE
L'AMBIENTE"**

RELATORE:

CH.MO PROF. CESARE DOSI

LAUREANDO: NICOLÒ TOFFANIN

MATRICOLA N. 1136096

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

Indice

Indice delle abbreviazioni	3
Introduzione	4
Capitolo 1. L’Impact Investing	5
1.1. Gli Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile	5
1.2. Sustainable Responsible Investing	8
1.2.1. Tipologie di SRI	8
1.2.2. Dimensione del mercato	9
1.3. L’Impact Investing e la sua recente diffusione	11
1.3.1. Dimensioni dell’impact investing	12
1.4. Gli strumenti finanziari utilizzati	13
1.4.1. Green Bond	14
1.4.2. Social Bond e Social Impact Bond	15
1.4.3. Crowdfunding e Fondi di investimento	15
Capitolo 2. La misurazione dell’impatto	17
2.1. Il tema della misurazione	17
2.2. L’impatto ambientale	18
2.2.1. La carbon footprint	18
2.2.2. Altri fattori ambientali misurati	19
2.2.3. Problematiche riguardanti la misurazione dei GHG	20
2.3. L’impatto sociale	21
2.4. Metodologie di misurazione	22
2.4.1. Climetrics Fund Rating	23
2.4.2. Impact Reporting and Investment Standards (IRIS)	25
2.4.3. Social Return on Investment (SROI)	27
Capitolo 3. Esempi di Impact Investing	30
3.1. The Nature Conservation e NatureVest	30
3.1.1. Seychelles Conservation & Climate Adaptation Trust	31
3.2. Etica Sgr	32
Considerazioni finali	34
Riferimenti Bibliografici	

Indice delle abbreviazioni

SDG: *Sustainable Development Goal*

ESG: *Environmental, Social, Governance*

SRI: *Sustainable Responsible Investing*

GIIN: *Global Impact Investing Network*

ICMA: *International Capital Market Association*

GBP: *Green Bond Principles*

GHG: *Greenhouse Gas Protocol*

UNEP: *United Nations Environment Programme*

CDP: *Carbon Disclosure Project*

RCT: *Randomized Control Trial*

ISS: *Institutional Shareholder Services*

IRIS: *Impact Reporting and Investment Standards*

GRI: *Global Reporting Initiative*

SROI: *Social Return On Investment*

TNC: *The Nature Conservation*

SeyCCAT: *Seychelles Conservation & Climate Adaptation Trust*

Sgr: *società di gestione del risparmio*

Introduzione

Dopo decenni di ammonimenti provenienti dal mondo scientifico, i rischi e gli impatti, già evidenti, dei cambiamenti climatici, hanno finalmente attirato l'attenzione dell'opinione pubblica e degli operatori economici.

In questo contesto, anche il mondo della finanza può dare un contributo, attraverso la creazione di numerosi strumenti che integrino nella loro valutazione non solamente le tradizionali misure di rischio e rendimento, ma anche l'impatto ambientale e sociale di ogni investimento.

In questo elaborato focalizzeremo l'attenzione sul fenomeno dell'Impact Investing, una strategia che si occupa di effettuare investimenti in organizzazioni, fondi e imprese con il principale obiettivo di generare un impatto sociale e ambientale misurabile e, contemporaneamente, capace di realizzare un adeguato ritorno economico. L'obiettivo è di descrivere questo fenomeno ponendo attenzione soprattutto sul contesto ambientale, sebbene quest'ultimo abbia molte connessioni con quello sociale.

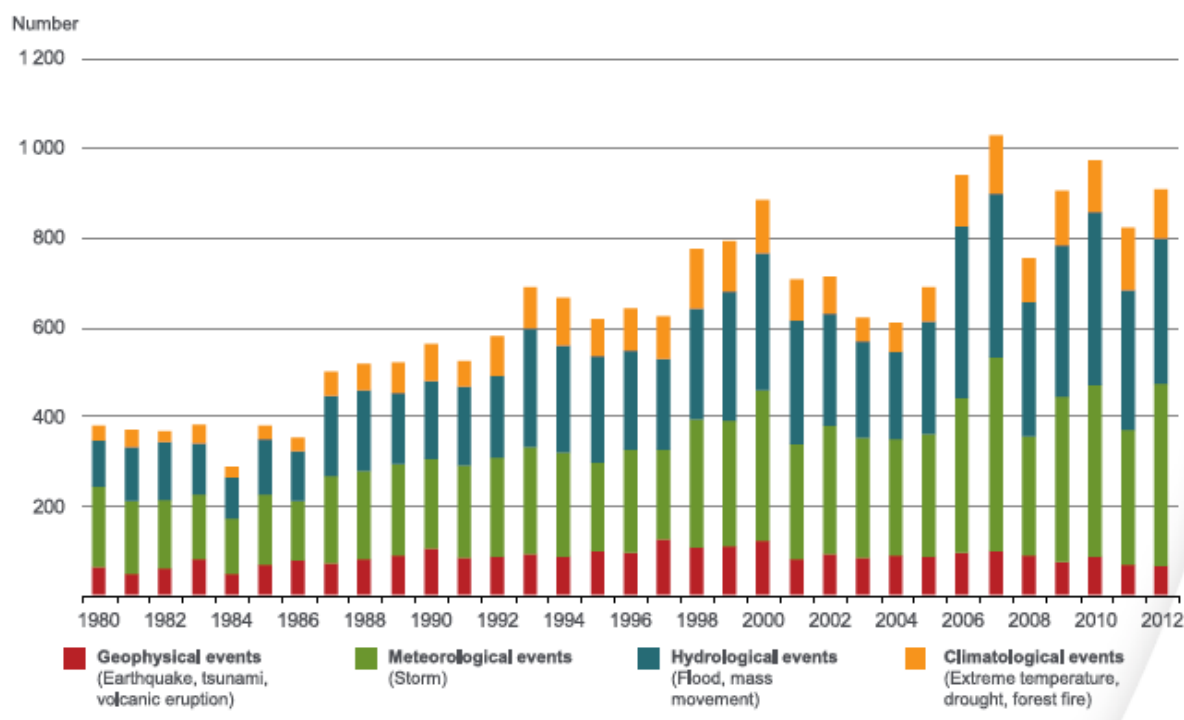
L'elaborato è organizzato in tre capitoli. Nel primo capitolo si presenta il concetto di Impact Investing, descrivendo il fenomeno e il contesto in cui si è sviluppato, in Italia e in Europa, e gli strumenti utilizzati per produrre un impatto positivo. Nel secondo capitolo verranno presentati i diversi tipi di impatto con i quali ci si deve confrontare e alcune modalità di misurazione, di carattere sia quantitativo che qualitativo. Infine, nel terzo e ultimo capitolo verranno presentati due esempi: NatureVest, un'unità di investimento che si occupa di incanalare capitali privati verso iniziative di conservazione ambientale, ed Etica Sgr, una società di gestione del risparmio che controlla fondi di investimento i cui portafogli contengono solamente società che rispettano valori ambientali, sociali e di governance.

Capitolo 1. L'Impact Investing

1.1. Gli Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile

Il cambiamento climatico, o *climate change*, è un fenomeno che negli ultimi anni ha destato una preoccupazione crescente. Esso consiste nell'aumento della temperatura media terrestre causato principalmente dall'incremento delle emissioni di gas serra nell'atmosfera (anidride carbonica, protossido di azoto, metano) e dalla deforestazione (Forum per la Finanza Sostenibile, 2016). La frequenza e l'intensità con la quale accadono certi eventi meteo-climatici è sempre maggiore ed i fatti recenti ne testimoniano l'urgenza: l'ondata di caldo che ha portato in buona parte d'Europa le temperature al di sopra dei 40 gradi, gli incendi che hanno colpito la foresta amazzonica, Siberia e Alaska, i numerosi eventi climatici estremi. Secondo un'analisi proposta da Munich Re (2013), il numero delle catastrofi naturali è in continuo aumento, soprattutto quelli di carattere meteorologico e idrologico. (v. [Figura 1](#))

Figura 1 Catastrofi naturali dal 1980 al 2012



Fonte: Munich RE (2013)

Per tentare di governare questi fenomeni sono stati sottoscritti diversi accordi a livello internazionale come ad esempio l'Accordo di Parigi del 2015 il cui principale obiettivo è quello di limitare l'incremento della temperatura media mondiale al di sotto di 1,5°C. Un ulteriore passo in avanti è l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, conosciuto soprattutto con il nome

di Obiettivi di Sviluppo Sostenibile, o Sustainable Development Goals (SDGs), concordati dall'Organizzazione delle Nazioni Unite e condivisi da 193 Paesi membri¹. Si tratta di 17 obiettivi principali e 169 target che hanno come scopo quello di “portare avanti un cambiamento positivo per i cittadini e il pianeta” (Venturi, Perra, 2017, p.18), entro il 2030. Essi sono:

1. Povertà zero: sradicare la povertà estrema, introdurre sistemi di welfare nei paesi in via di sviluppo e servizi di base.
2. Fame zero: accesso universale al cibo sano, eliminare la malnutrizione, sviluppo di agricoltura e produzione sostenibile.
3. Salute e benessere: promuovere uno stile di vita sano, ridurre la mortalità giovanile e materna, ampliare la copertura sanitaria e la ricerca, combattere la diffusione di malattie come AIDS, malaria...
4. Istruzione di qualità: garantire l'istruzione primaria e secondaria, eliminare la discriminazione nell'educazione, avere a disposizione strutture sicure e insegnanti di qualità.
5. Uguaglianza di genere: eliminazione della discriminazione di genere e della violenza sulle donne, garantire le stesse opportunità per entrambi i sessi.
6. Acqua pulita e igiene: garantire l'accesso ad acqua pulita e migliorare i sistemi igienici, diminuire lo spreco di acqua e proteggere gli ecosistemi legati all'acqua.
7. Energia pulita e accessibile: incrementare l'utilizzo dell'energia rinnovabile e migliorarne l'efficienza, promuovere maggiori investimenti in questo settore.
8. Lavoro dignitoso e crescita economica: promuovere una crescita economica sostenibile, diversificata e innovativa, la creazione di posti di lavoro, accesso universale a servizi bancari assicurativi e finanziari.
9. Industria, innovazione e infrastrutture: sviluppo di infrastrutture innovative e sostenibili, promuovere una produzione sostenibile e aiutare lo sviluppo industriale nei paesi in via di sviluppo.
10. Ridurre le disuguaglianze: economiche, sociali, eliminando le discriminazioni.
11. Città e comunità sostenibili: servizi, abitazioni e trasporti sostenibili, urbanizzazione sostenibile.
12. Consumo e produzione sostenibile: gestione e uso sostenibile delle risorse, riduzione della produzione di rifiuti.
13. Agire per il clima: integrare misure contro il cambiamento climatico all'interno di politiche e decisioni pubbliche, organizzare convention sul *climate change*.

¹ https://it.wikipedia.org/wiki/Obiettivi_di_sviluppo_sostenibile

14. La vita sott'acqua: ridurre l'inquinamento marino, proteggere gli ecosistemi, regolare la pesca e renderla sostenibile.
15. La vita sulla terra: proteggere gli ecosistemi terrestri, combattere la desertificazione e la deforestazione, proteggere la biodiversità.
16. Pace, giustizia e istituzioni forti: ridurre la violenza, promuovere legge e accesso alla giustizia, ridurre corruzione, assicurare l'accesso all'informazione e proteggere le libertà fondamentali.
17. Partnership per gli obiettivi: investire in paesi in via di sviluppo, condividere la conoscenza e la tecnologia, aumentare la collaborazione internazionale².

Figura 2 Sustainable Development Goals



Fonte: <https://www.globalgoals.org/>

Questi obiettivi vanno a sostituire gli 8 Millennium Development Goals individuati nel 2000 dall'ONU rispetto ai quali presentano alcune differenze: gli SDGs richiedono un'elevata partecipazione da parte del settore privato che è riconosciuto come un mezzo indispensabile per raggiungere questi obiettivi, a causa delle notevoli iniezioni di capitale richieste. Il raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile può portare inoltre alla creazione di nuovi posti di lavoro, per lo più nei paesi in via di sviluppo (Business and Sustainable Development Commission, 2017).

² Lista disponibile su <https://www.globalgoals.org/>

1.2. Sustainable Responsible Investing

Per il raggiungimento di questi obiettivi sono necessarie numerose riforme in molti settori della società. Ogni settore deve impegnarsi a trovare soluzioni che possano contribuire ad una crescita più “sostenibile”. Economia e finanza non possono evidentemente sottrarsi da questo impegno: il processo produttivo e il sistema degli investimenti influenzano infatti notevolmente l’ambiente e, in mancanza di auto-regolazione, possono produrre danni ambientali rilevanti. Proprio da questo nasce la necessità di sviluppare una categoria di investimenti, il *Sustainable and Responsible Investment* (SRI), che possano contribuire ad una crescita sostenibile a livello ambientale e sociale.

Secondo una definizione elaborata nel 2013, “l’Investimento Sostenibile e Responsabile è una strategia di investimento orientata al medio lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l’analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l’investitore e per la società nel suo complesso” (Forum per la Finanza Sostenibile, 2017, p. 8). Caratteristica fondamentale di questo tipo di investimenti è l’integrazione ESG (Environmental, Social, Governance), una particolare valutazione extra finanziaria da osservare nel momento in cui si effettuino degli investimenti. Si considerano quindi tre tipologie di fattori (La Posta L., 2017):

- Ambientali (*Environmental*), tenendo conto dell’impegno nelle energie rinnovabili, efficienza energetica, riciclo, cambiamenti climatici e inquinamento;
- Sociali (*Social*), che includono il modo in cui le imprese considerano i loro stakeholder: condizioni di lavoro, comunità locali, eventuali conflitti, salute e sicurezza;
- Governance, tutto ciò che riguarda la buona gestione dell’impresa a livello interno: livello retributivo, corruzione, tax strategy.

1.2.1. Tipologie di SRI

Il Sustainable Responsible Investing (SRI) è caratterizzato da differenti strategie di investimento che variano in base a diversi obiettivi e metodologie³:

- Esclusioni: si tratta di un approccio basato sull’esclusione dall’universo investibile di alcuni settori, società o paesi in base ai criteri ESG.
- Best in class: strategia che ha l’obiettivo di selezionare i titoli nel portafoglio che hanno la miglior valutazione secondo i criteri ESG.

³ <http://investiresponsabilmente.it/cose/>, Global Sustainable Investment Alliance (2019), Forum per la Finanza Sostenibile (2017)

- Screening normativo: gli investimenti vengono selezionati sulla base degli standard minimi indicati dalle norme internazionali (OCSE, agenzie ONU) relative ad aree come protezione ambientale, diritti umani, standard lavorativi, corruzione.
- Integrazione ESG: si intende la sistematica inclusione nella valutazione del portafoglio di criteri ESG.
- Investimenti a tema sostenibile: questa strategia è basata sugli investimenti in attività strettamente connesse alla sostenibilità; recentemente, gli investitori hanno sempre più spostato le loro preferenze verso temi come i cambiamenti climatici e il consumo dell'acqua (Eurosif, 2018).
- Impact investing: investimenti rivolti ad imprese, fondi e organizzazioni che hanno il principale scopo di produrre un impatto sociale e ambientale misurabile e contemporaneamente di generare un ritorno economico.
- Engagement e azionariato attivo: si tratta di attività legate al dialogo con le imprese, su temi quali la sostenibilità, e all'esercizio del diritto di voto in assemblea con l'obiettivo di influenzare in modo positivo i comportamenti dell'impresa; è una strategia di lungo periodo che può essere suddivisa in:
 - Soft engagement, basato su incontri periodici con i rappresentanti e conferenze, realizzabile anche non essendo un azionario dell'impresa;
 - Hard engagement, basato su mozioni, interventi in assemblee e l'esercizio del voto.

1.2.2. Dimensione del mercato

Gli “investimenti sostenibili” hanno conosciuto una notevole crescita negli ultimi anni. La Global Sustainable Investment Alliance ha pubblicato all'inizio del 2018 uno studio, il Global Sustainable Investment Review 2018, con lo scopo di analizzare il “mercato SRI” e la sua crescita. Il valore complessivo delle attività di investimento sostenibile nei maggiori mercati ha raggiunto nel 2018 i 30,7 mila miliardi di dollari con una crescita del 34% rispetto al 2016. (v. Figura 3)

Figura 3 Global Sustainable Investing Assets 2016-2018

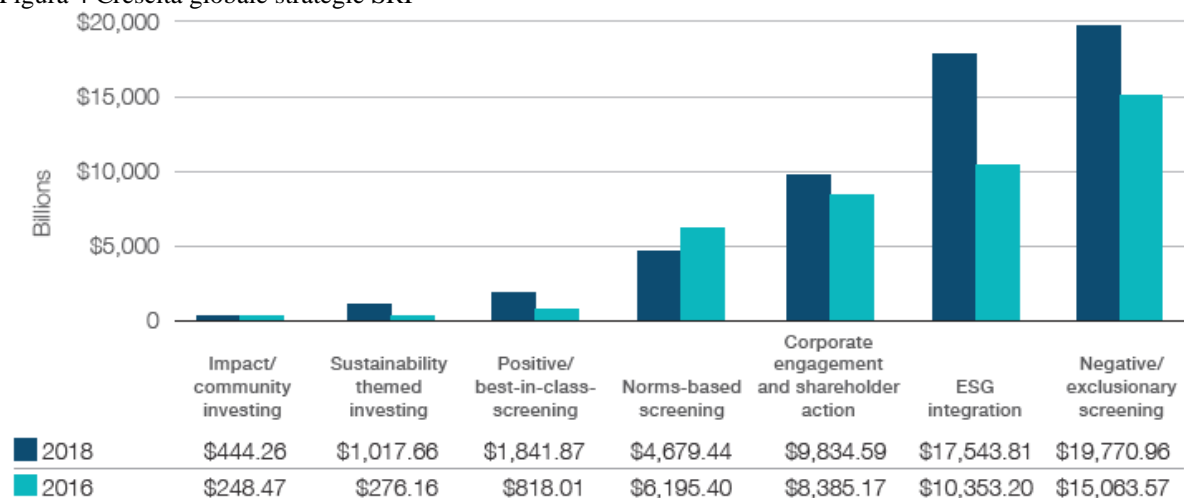
Region	2016	2018
Europe	\$ 12,040	\$ 14,075
United States	\$ 8,723	\$ 11,995
Japan	\$ 474	\$ 2,180
Canada	\$ 1,086	\$ 1,699
Australia/New Zealand	\$ 516	\$ 734
TOTAL	\$ 22,890	\$ 30,683

Note: Asset values are expressed in billions of US dollars. All 2016 assets are converted to US dollars at the exchange rates as of year-end 2016. All 2018 assets are converted to US dollars at the exchange rates at the time of reporting.

Fonte: Global Sustainable Investment Alliance, 2019

In termini di localizzazione degli investimenti, il 46% delle attività è situato in Europa, seguita dagli Stati Uniti con il 39%, mentre il restante 15% è suddiviso tra Giappone, Canada, Australia e Nuova Zelanda. Per quanto riguarda invece i criteri sopra esposti relativi alle diverse strategie di investimento, il più diffuso è l'esclusione che raggiunge quasi i 20 mila miliardi di dollari in movimenti seguito dall'integrazione ESG con 17,5 mila miliardi. (v. [Figura 4](#))

Figura 4 Crescita globale strategie SRI



Fonte: Global Sustainable Investment Alliance, 2018

La situazione in Europa si presenta molto più stabile che nel resto del mondo: il mercato infatti è ormai maturo con tassi di crescita relativamente modesti. Questo rallentamento potrebbe essere anche collegato al dibattito avviato all'interno dell'Unione Europea con l'obiettivo di definire meglio l'investimento sostenibile e le sue linee guida.

1.3. L'Impact Investing e la sua recente diffusione

Tra le diverse strategie SRI elencate concentriamo ora l'attenzione sull'Impact Investing, la strategia che presenta, in termini di capitale investito, la dimensione minore ma allo stesso tempo uno dei tassi di crescita più elevati: tra il 2014 e il 2016 il tasso di crescita è stato pari al 385%*, il più alto delle strategie SRI e tra il 2016 e il 2018 al 79%**.

Con il termine Impact Investing si intende l'insieme di tutti quegli investimenti rivolti ad imprese, fondi e organizzazioni che hanno il principale scopo di produrre un impatto sociale e ambientale misurabile e, contemporaneamente, di generare un ritorno economico (definizione del GIIN, Global Impact Investing Network⁴). Si tratta tipicamente di investimenti in settori in forte sviluppo, sia di carattere ambientale come l'agricoltura sostenibile, l'energia rinnovabile o la conservazione naturale, sia di carattere socioeconomico come il microcredito e la microfinanza, social housing, formazione e sanità.

Le principali caratteristiche di questo tipo di investimento sono (Forum per la finanza sostenibile, 2017⁵; Social Impact Investment Task Force, 2016):

- Intenzionalità: l'investitore che decide di seguire una strategia di impact investing deve voler generare un impatto positivo ambientale e sociale;
- Rendimento finanziario atteso: l'investimento deve essere caratterizzato da un ritorno finanziario che deve coprire almeno il capitale investito;
- Eterogeneità dei rendimenti: il tasso di rendimento atteso risulta molto flessibile, un valore che può trovarsi al di sotto del valore di mercato o attestarsi al suo stesso livello;
- Eterogeneità degli strumenti finanziari: l'Impact Investing varia sia negli strumenti utilizzati che nelle forme di intervento;

Questa tipologia di investimento è situata tra le strategie *financial first*, ossia investimenti che non hanno alcun interesse riguardo aspetti socio-ambientali, e le strategie *impact only*, o filantropia, le quali invece non danno alcuna importanza ai rendimenti finanziari, trattandosi infatti di sole donazioni. L'impact investing si colloca quindi a "metà strada" tra la ricerca del solo rendimento e l'intenzione di generare un impatto sociale positivo. Ciò differenzia l'impact investing anche da quei prodotti finanziari già presenti nel mercato che hanno come obiettivo solo quello di limitare i danni, in quanto, nel caso della finanza di impatto, lo scopo principale è proprio quello di generare effetti positivi (Venturi, Perra, 2017).

* Venturi, Perra (2017)

** Global Sustainable Investment Alliance (2018)

⁴ Definizione e caratteristiche disponibili su <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/>

⁵ Il Forum per la Finanza Sostenibile ha utilizzato a sua volta come fonte il sito web del GIIN

1.3.1. Dimensioni dell'impact investing

Un'importante organizzazione per l'analisi e lo studio dell'impact investing è il GIIN (Global Impact Investing Network), che si propone di aumentare le dimensioni e l'efficacia di questa particolare strategia di investimento. Ciò viene realizzato cercando di facilitare lo scambio di conoscenze tra gli investitori e di ridurre tutte quelle barriere che possono in qualche modo rallentare e disincentivare la finanza d'impatto. GIIN inoltre pubblica annualmente l'Annual Impact Investor Survey, un sondaggio che analizza l'andamento del settore, ponendo l'attenzione sui soggetti coinvolti, sia investitori sia coloro che richiedono capitale, sulle principali aree di impatto e sulla crescita a livello locale e globale. Ogni anno, segno di un mercato in crescita, GIIN utilizza una campione di investitori di impatto sempre più ampio: si è passati infatti dalle 158 organizzazioni nell'indagine del 2016⁶ ad un totale di 266 intervistati nel 2019⁷. Confrontando le due indagini, si può notare come il settore dell'impact investing sia in forte sviluppo: in tre anni il capitale investito è più che raddoppiato, da 15,2 miliardi di dollari certificati nel 2015 a 33,1 miliardi nel 2018, e, parallelamente, sono circa raddoppiate anche le operazioni finanziarie portate a termine (da 7.500 a 13.000). Un dato che invece è rimasto abbastanza simile è la distribuzione degli investitori, in larghissima maggioranza residenti in paesi sviluppati, 45% negli Stati Uniti e Canada (44% nel 2015) e 27% nell'Europa occidentale (32%), e solo una piccola parte nei paesi emergenti. Da sottolineare come nel 2018 gli investimenti abbiano avuto come obiettivi di impatto per lo più fattori sociali e ambientali, per il 56%, solo obiettivi sociali per il 36% mentre solo il 7% ha avuto obiettivi esclusivamente ambientali.

Il mercato italiano ha cominciato a svilupparsi solamente dal 2013, quando alcuni delegati italiani furono invitati alla Task Force del G8 con il principale obiettivo di promuovere lo sviluppo degli investimenti ad impatto sociale (Social Impact Investment Task Force, 2016). Sebbene l'Italia non fosse uno dei pionieri dell'impact investing, l'elevato numero di organizzazioni del Terzo Settore e l'elevata quota pro capite di capitale filantropico hanno permesso un rapido sviluppo del mercato, anche attraverso soluzioni relativamente originali quali l'equity crowdfunding (Tiresia, 2017).

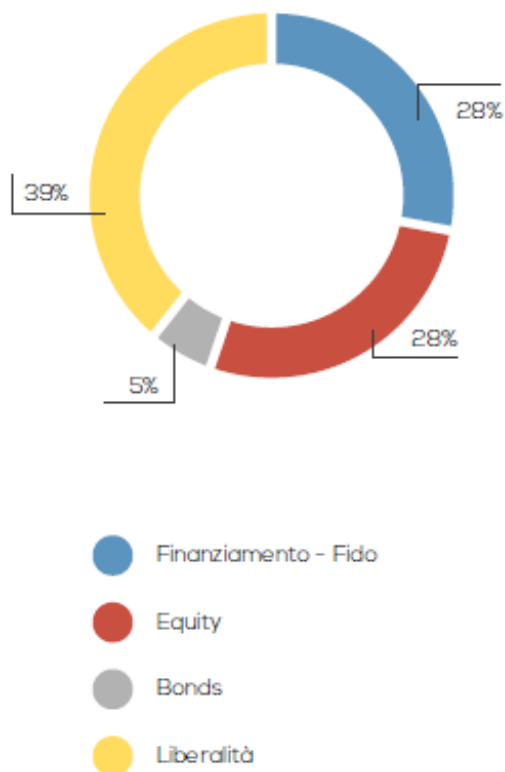
Un'indagine effettuata da Tiresia nel 2016 ha permesso di analizzare il mercato della finanza di impatto a livello italiano (v. [Figura 5](#)). Per quanto riguarda gli strumenti utilizzati, il 39% hanno carattere filantropico e non prevedono la restituzione del capitale mentre il restante 61% è formato da finanziamenti, equity e bond che prevedono un ritorno finanziario. Molti di questi

⁶ GIIN Annual Impact Investor Survey 2016

⁷ GIIN Annual Impact Investor Survey 2019

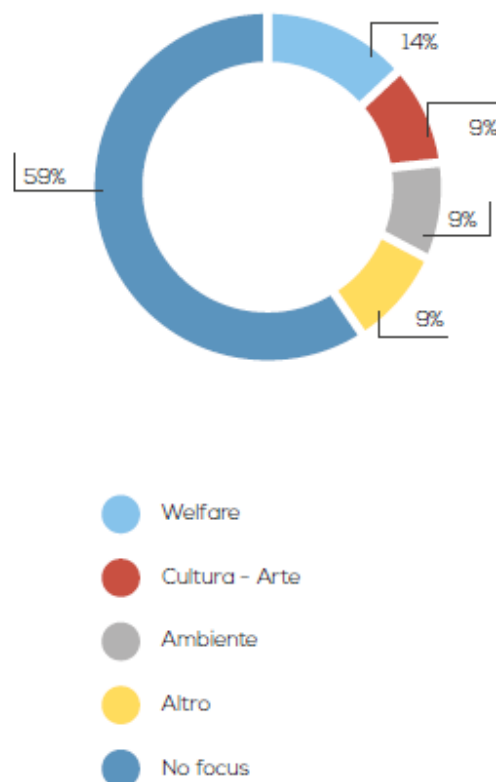
investimenti (59%) non presentano alcun obiettivo specifico mentre la parte restante è focalizzata verso settori come il welfare, la cultura e l'ambiente, con valori principalmente (circa il 70%) tra 1 e 100 milioni (v. Figura 6).

Figura 5 Strumenti di investimento



Fonte: Tiresia, 2017

Figura 6 Settori di investimento



Fonte: Tiresia, 2017

1.4. Gli strumenti finanziari utilizzati

L'impatto positivo dell'impact investing e delle altre strategie viene realizzato attraverso differenti strumenti finanziari. Essi possono essere classificati in base alla tipologia di finanziamento erogato (azionario o obbligazionario), alla tipologia di soggetti finanziati, al fatto che si finanzino imprese quotate oppure no o, infine, investimenti diretti o indiretti (Forum per la Finanza Sostenibile, 2017).

Gli strumenti più diffusi sono:

- Green Bond,
- Social Bond,
- Social Impact Bond,
- Crowdfunding,
- Fondi di investimento.

1.4.1. Green Bond

I Green Bond sono definiti come “qualsiasi tipo di strumento obbligazionario i cui proventi vengono impiegati esclusivamente per finanziare o rifinanziare, in tutto o in parte, nuovi e/o preesistenti progetti ambientali” (ICMA, 2018, p. 2). Essi rappresentano uno dei principali strumenti potenzialmente capaci di generare un impatto positivo a livello ambientale permettendo una maggiore affluenza di capitali necessari per la transizione ad un’economia più sostenibile. All’aumentare delle dimensioni di questo mercato, si è reso necessario regolare i principi generali per fare in modo che si potessero indicare i limiti entro i quali fosse possibile considerare un’obbligazione come strumento di impact investing.

L’International Capital Market Association ha fissato le principali linee guida per la regolazione e l’emissione dei green bond. In particolare, nel 2014 l’ICMA ha definito i “Principi dei Green Bond” (*Green Bond Principles*, GBP) con l’obiettivo di promuovere trasparenza e trasmissione di informazioni. I 4 GBP sono (ICMA, 2018):

- Utilizzo dei proventi: i proventi ottenuti dall’emissione dei bond devono essere utilizzati per finanziare progetti di carattere “green”, cioè di impatto positivo sull’ambiente; le principali categorie di progetti riguardano l’energia rinnovabile, l’efficienza energetica, la conservazione degli ecosistemi e della biodiversità, il controllo dell’inquinamento, l’edilizia ecologica, l’adattamento al cambiamento climatico;
- Valutazione e selezione dei progetti: coloro che emettono i green bond devono dichiarare per garantire maggior trasparenza possibile gli obiettivi ambientali che si vogliono raggiungere, i criteri secondo cui un progetto viene dichiarato ambientale e i criteri di esclusione di eventuali progetti non considerati “green”;
- Gestione dei proventi: i proventi raccolti dall’emissione dei bond devono essere accreditati in un conto dedicato; l’emittente deve inoltre comunicare periodicamente ai suoi investitori le varie strategie di investimento che vuole effettuare e che progetti realizzare;
- Attività di reporting: l’emittente deve elaborare e tenere aggiornate tutte le informazioni riguardanti i proventi raccolti tramite i bond; esse devono riguardare i progetti nei quali sono stati investiti e in che proporzione sono stati impiegati.

Il primo green bond fu emesso nel 2007 da parte dell’European Investment Bank con l’obiettivo di finanziare progetti per l’adattamento ai cambiamenti climatici. Ad oggi, sono stati emessi bond per un controvalore di 173,9 miliardi di dollari, e si stima che i volumi potrebbero

raggiungere i 250 miliardi⁸ entro la fine del 2019. Si tratta di obbligazioni per lo più “sicure” (il 38% tripla A, 17% AA, 26% A), leggermente sopra la media rispetto al resto del mercato (Cellino, 2017).

1.4.2. Social Bond e Social Impact Bond

Un ulteriore strumento di impact investing è rappresentato dai Social Bond, molto simili ai Green Bond, la cui principale differenza risiede nei progetti in cui vengono investite le somme raccolte. Mentre nel caso descritto in precedenza i capitali vengono impiegati in progetti ad impatto ambientale, in questo caso vengono impiegati per attività ad impatto “sociale”, come l’accesso a servizi abitativi e sanitari o l’aumento dell’occupazione (Forum per la Finanza Sostenibile, 2017) e regolati dai Social Bond Principles, anch’essi speculari ai GBP.

Una via di mezzo tra i due tipi è rappresentata dai Sustainability Bond, obbligazioni che finanziano iniziative di carattere sia ambientale che sociale come, per esempio, il Sustainability “Hydro” Bond, emesso da Cassa Depositi e Prestiti. Primo del suo genere in Italia, ha come principale obiettivo “promuovere lo sviluppo e l’ammodernamento del settore idrico del Paese”⁹.

Essi non sono da confondere con i Social Impact Bond, obbligazioni i cui proventi vengono utilizzati per la realizzazione di iniziative di pubblica utilità che differiscono dai Social Bond in quanto gli investitori hanno diritto ad una remunerazione solo in caso di effettivo impatto positivo generato (Forum per la Finanza Sostenibile, 2017).

1.4.3. Crowdfunding e Fondi di investimento

Con il termine crowdfunding si intende una particolare forma di finanziamento che consiste nella raccolta di denaro attraverso l’uso di piattaforme online. Esso può essere classificato in diverse tipologie, in base soprattutto a come viene gestito l’eventuale o no ritorno economico rivolto agli investitori:

- Prestiti peer-to-peer: l’investitore presta denaro con la promessa di ricevere interessi, in modo simile ad un prestito bancario,
- Equity Crowdfunding: l’investitore riceve in cambio del suo investimento una partecipazione,
- Rewards Crowdfunding: investimento in cambio di ricompense non finanziarie, solitamente beni o servizi,

⁸ <https://www.climatebonds.net/>

⁹ https://www.cdp.it/sitointernet/it/sustainability_bond_18.page

- Crowdfunding per beneficenza: prestiti con l'obiettivo di finanziare progetti caritativi senza alcuna compensazione,
- Condivisione dei proventi: condivisione degli utili dell'impresa con i finanziatori,
- Crowdfunding con titoli di debito: investimenti in titoli di debito dell'impresa.

Il principale vantaggio di questo metodo di finanziamento è costituito dalla possibilità di accedere ad un ampio numero di potenziali investitori, che possono finanziare progetti in piena trasparenza, in quanto le informazioni su di essi sono pubbliche (Commissione Europea, 2015). Un mercato che nel 2015 ha visto 35 miliardi di euro raccolti nel mondo, il 470% in più rispetto al 2013¹⁰.

Per quanto riguarda i fondi di investimento, bisogna tenere conto del fatto che non tutti i fondi di investimento possono essere considerati strumenti della finanza d'impatto. Solo infatti coloro che seguono una strategia che ha l'obiettivo di generare effetti positivi a livello ambientale e sociale possono rientrare negli strumenti "impact". Ciò significa soprattutto che un fondo di investimento impact non può avere all'interno del suo universo investibile imprese che non abbiano impatti positivi o che ne abbiano di negativi in base ad un'analisi dei criteri ESG (Forum per la Finanza Sostenibile, 2017).

¹⁰ Forum per la Finanza Sostenibile (2017)

Capitolo 2. La misurazione dell’impatto

2.1. Il tema della misurazione

Nel capitolo precedente abbiamo evidenziato come una delle caratteristiche fondamentali dell’impact investing sia la misurazione dell’impatto. L’OECD ha definito il termine “impatto” come l’insieme degli effetti di lungo termine, positivi e negativi, primari e secondari che sono stati prodotti da un intervento di sviluppo di carattere diretto o indiretto, volontario o involontario (OECD, 2002). Considerando le strategie di investimento sostenibile, il termine “impatto” deve essere quindi inteso come l’effetto che l’attività delle organizzazioni produce all’esterno mentre con “processo di misurazione” si intende l’analisi che viene effettuata sull’attività stessa (So, Staskevicius, 2015). Non vi è impact investing senza intenzionalità di creare un impatto positivo ambientale e sociale e al tempo stesso senza la misurazione di esso. Cosa spinge le imprese o eventualmente gli stessi fondi di investimento ad effettuare questo tipo di operazione? La misurazione viene utilizzata come principale strumento di selezione, da parte dell’investitore, dei progetti in cui allocare le risorse a disposizione o, in caso, per decidere se interrompere il flusso di investimenti. Essa è utile anche per la stessa organizzazione o società che esegue l’attività misurata per comprendere i bisogni ex ante degli stakeholder (Zamagni et al., 2015). Secondo Chiaf (2015), la valutazione dell’impatto viene realizzata per motivi di carattere comunicativo, valutativo, identitario, organizzativo e formativo, utile sia internamente alla società che esternamente. Il processo di misurazione può essere suddiviso in diverse fasi principali (So e Staskevicius, 2015; Chiaf, 2015):

- Fase di stima: si cerca di effettuare una valutazione ex ante degli effetti che si potrebbero generare con la propria attività.
- Fase di pianificazione: viene definita la modalità di misurazione utilizzata per analizzare l’impatto.
- Fase di implementazione: si effettua un’analisi durante l’investimento e l’attività per osservare se essa sta generando gli effetti desiderati.
- Fase di valutazione: al termine del ciclo di investimento, si ha l’effettiva misurazione dell’impatto generato, detta anche valutazione ex post.
- Fase di reporting: pubblicazione dei risultati con l’obiettivo di informare gli stakeholder.

Nonostante i potenziali vantaggi, la misurazione non è evidentemente agevole a causa dell’enorme quantità di dati che devono essere raccolti e delle molte variabili che possono

influenzarla. La misurazione quantitativa di valori di carattere per lo più qualitativo rende il processo impreciso e molto impegnativo in termini di risorse e tempo.

2.2. L'impatto ambientale

Se adottiamo come riferimento le normative italiane (D. lgs 152/2006, Art. 5), con il termine impatto ambientale possiamo intendere “l'alterazione qualitativa e/o quantitativa dell'ambiente, inteso come sistema di relazioni fra i fattori antropici, fisici, chimici, naturalistici, climatici, paesaggistici, architettonici, culturali ed economici, in conseguenza dell'attuazione sul territorio di piani o programmi o della realizzazione di progetti relativi a particolari impianti, opere o interventi pubblici o privati, nonché della messa in esercizio delle relative attività”. La misurazione dell'impatto ambientale è un'operazione sempre più diffusa sebbene non quanto quella sociale. Essa viene utilizzata per comprendere come l'attività di un'organizzazione o la realizzazione di un progetto abbia effetto sull'ambiente circostante e, in particolare, nei confronti dei cambiamenti climatici.

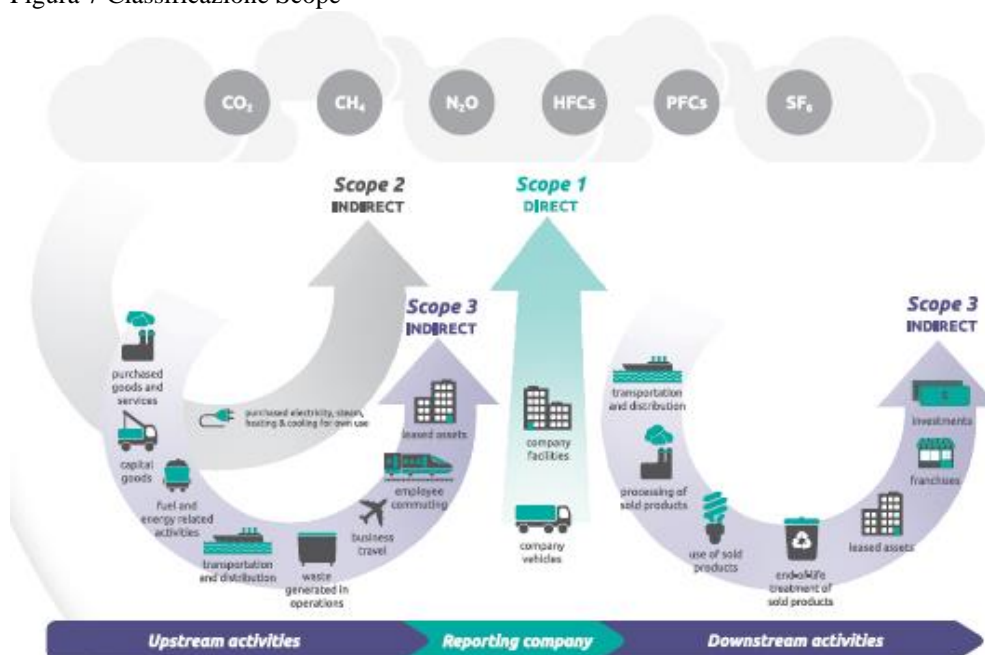
2.2.1. La carbon footprint

Sono diversi i fattori che possono essere presi in considerazione nell'analisi dell'impatto ambientale: la più utilizzata è la misurazione dell'impronta di carbonio, detta *carbon footprint*, cioè la quantità di CO₂, espressa in tonnellate, emessa dalle società all'interno del portafoglio di investimento. Il Greenhouse Gas Protocol, uno degli strumenti maggiormente usati a livello internazionale per la misurazione delle emissioni dei Greenhouse Gas (GHG)¹¹, ovvero i gas serra, classifica questi gas in tre diversi Scope (UNEP, 2013; Forum per la Finanza Sostenibile, 2016) (v. Figura 7):

- Scope 1: tiene in considerazione tutte le emissioni che derivano dalle fonti controllate direttamente dall'impresa: veicoli, produzione o riscaldamento degli edifici.
- Scope 2: in questo caso, vengono considerate le emissioni dovute dalla produzione dell'energia necessaria all'impresa, cioè i GHG emessi per generare energia prodotta da terzi e utilizzata dalla società sotto analisi
- Scope 3: si esaminano le emissioni prodotte da tutte quelle attività terze connesse all'impresa ma non direttamente controllate da essa (trasporti, fornitura, utilizzo dei beni prodotti).

¹¹ UNEP (2013)

Figura 7 Classificazione Scope



Fonte: UNEP, 2013 da The Greenhouse Gas Protocol, 2011

L'impronta di carbonio rappresenta una delle due variabili che influenza la *carbon risk exposure* di una società di investimento, cioè l'esposizione dovuta al suo comportamento verso rischi e opportunità legati all'emissione dei GHG. Questa esposizione dipende principalmente da due variabili: fattori interni, per lo più sintetizzati dalla *carbon footprint*, e fattori esterni, rappresentati invece da elementi estranei alla società di investimento, come la normativa vigente riguardo le emissioni, eventuali sanzioni o incentivi, la sensibilità dei consumatori rispetto a temi di carattere ambientale. Un dato diverso dalla *carbon risk exposure* è la *carbon intensity* che non è altro che il rapporto tra le emissioni dell'impresa, in particolare degli Scope 1 e 2, e il fatturato, in modo da analizzare l'impatto anche in termini relativi rispetto alle dimensioni dell'impresa.

2.2.2. Altri fattori ambientali misurati

Oltre all'impronta di carbonio, vi sono altri fattori misurabili che riguardano l'impatto ambientale. Uno di essi è rappresentato dall'impronta ecologica, termine da Wackernagel e Rees (1996). Essa fu descritta come l'operazione di stima della "domanda umana sugli ecosistemi in termini di area terrestre e marina biologicamente produttiva necessaria a generare le risorse che gli esseri umani consumano e ad assorbire i rifiuti prodotti" (Forum per la Finanza Sostenibile, 2016, p. 37 da Wackernagel, Rees, 1996). Altri fattori misurabili sono l'impronta idrica, cioè il consumo di risorse idriche, e la deforestazione. Si tratta però di fattori che non vengono solitamente considerati nella misurazione effettuata dai fondi di investimento riguardo

i loro portafogli. Un esempio di questo è dato dalla pubblicazione “Finanza sostenibile e cambiamento climatico”, che riporta un dato di Carbon Disclosure Project¹² secondo cui rispetto alle 5000 aziende che hanno effettuato misurazioni delle emissioni di CO₂, solamente 559 lo hanno effettuato per l'impronta idrica e 179 per il fenomeno della deforestazione.

2.2.3. Problematiche riguardanti la misurazione dei GHG

La misurazione dell'impronta di carbonio presenta diverse difficoltà tra le quali possiamo annoverare (Forum per la Finanza Sostenibile, 2016):

- Disponibilità dei dati: sono ancora poche le aziende a livello globale che rendono pubblici i dati relativi alle emissioni attraverso le diverse piattaforme disponibili (es. CDP).
- Doppi conteggi: si tratta di un problema relativo alla classificazione degli Scope, secondo cui vi è la possibilità di conteggiare più volte in due classi diverse la stessa quantità di carbonio. Per esempio, considerando due società presenti nello stesso portafoglio di investimento, se una delle due acquista energia elettrica dall'altra vi potrebbe essere il problema del doppio conteggio (rientrerebbero emissioni calcolate nello Scope 1 nell'azienda di energia e nello Scope 2 dell'altra società).
- Dati assoluti o relativi: un'ulteriore difficoltà risiede nell'utilizzo di dati espressi in valore assoluto che non tengono conto di altri fattori essenziali che potrebbero cambiarne la valutazione. Se per esempio, si confrontano due società di dimensioni diverse, quella più grande produrrà probabilmente una quantità maggiore di emissioni. Nel caso in cui invece si utilizzino dati relativi rispetto a diversi fattori (dimensione, settore) si avrà una stima più attendibile.
- Asset class: la maggior parte dei dati riguardo la *carbon footprint* riguarda investimenti di tipo azionario mentre, ad oggi, per le obbligazioni, di cui molte non pubbliche, il calcolo dell'impronta risulta ancora molto difficile.

Bisogna considerare inoltre che quando si parla di misurazione della *carbon footprint*, essa non corrisponde esattamente alla misurazione dell'impatto climatico di una azienda o società, in quanto ci sono diversi fattori da tenere in considerazione. L'obiettivo in sé dell'impact investing è quello di produrre un effetto positivo a livello sociale e ambientale ma vi è la possibilità che molte delle imprese che cercano di generare questo di impatto positivo abbiano un elevato livello di emissioni GHG.

¹² Organizzazione non profit che detiene il più esteso database riguardo le politiche di gestione del climate change delle più importanti imprese internazionali

2.3. L'impatto sociale

Al momento molto più diffusa della misurazione dell'impatto ambientale è quella riguardante l'impatto "sociale". Ma cosa si intende con questo termine? In Italia viene regolata la valutazione dell'impatto sociale, indicata come "la valutazione qualitativa e quantitativa, sul breve, medio e lungo periodo, degli effetti delle attività svolte sulla comunità di riferimento rispetto all'obiettivo individuato" (L. 6 giugno 2016, n. 106, art. 7, comma 3). Questa descrizione va quindi ad individuare la necessità, come indicato precedentemente, di effettuare due tipi di valutazioni, una ex ante, per la definizione degli obiettivi e degli impatti attesi, e una ex post per analizzare gli effetti realizzati. Con impatto sociale si intende quindi l'effetto, sulla collettività o su particolari soggetti, prodotto da un determinato intervento (Chiaf, 2015).

L'impatto, però, è solamente l'ultimo anello di una serie di azioni e risultati che vanno a formare la catena del valore, descritta graficamente nella [Figura 8](#) e formata da input, attività, output, outcome e impatto.

Figura 8 La catena del valore dell'impatto



Fonte: Zamagni et al. (2015)

Gli input rappresentano le risorse di carattere umano, organizzativo, finanziario, materiale o immateriale, che sono impiegate nella realizzazione di un progetto o di un'attività. A sua volta, le attività sono i processi o le azioni che sono realizzate con il fine di ottenere dei risultati. Con il termine output, invece, si considerano i risultati diretti (beni o servizi) dell'attività sotto analisi ottenuti nel breve periodo, senza controllare se il progetto abbia avuto reale efficacia. Secondo Zamagni et al. (2015), gli outcome sono "gli effetti (cambiamenti comportamentali, istituzionali e sociali) osservabili nel medio-lungo periodo (da 3 a 10 anni) raggiunti o presumibili degli output dell'intervento" (p. 1). Essi quindi rappresentano gli eventuali effetti positivi che gli esiti del programma hanno prodotto nei confronti dei soggetti obiettivo, escludendo eventuali influenze esterne. Infine, l'impatto non è altro che il cambiamento sostenibile che colpisce organizzazioni, persone ed ambiente e che è influenzato da variabili esogene. Un esempio per comprendere la catena del valore è stato fornito da Zamagni et al. (2015) che analizza i possibili effetti che si potrebbero ottenere in un corso di formazione per disoccupati con l'obiettivo di aiutarli nell'inserimento nel mondo del lavoro. In questo caso, gli

input sono formati dalle risorse necessarie per realizzare il corso, le attività sono quelle riguardanti il corso di formazione mentre il numero di persone che prendono parte al programma rappresentano gli output. Per quanto riguarda outcome e impatto, il primo corrisponde al numero di disoccupati che, una volta frequentato il corso, hanno trovato un'occupazione mentre il secondo coincide con l'insieme dei vantaggi di carattere socioeconomico di cui la comunità ha beneficiato grazie all'inserimento lavorativo di questi soggetti.

Quando viene effettuata la misurazione dell'impatto sociale, è fondamentale analizzare se e in che modo il programma finanziato abbia contribuito alla realizzazione di un determinato impatto sulla comunità. Questo viene talvolta effettuato attraverso un'analisi controfattuale, cioè analizzando come sarebbe stata la situazione nel caso in cui non si fosse realizzato alcun tipo di intervento. Uno dei metodi maggiormente utilizzati è la "Sperimentazione a randomizzazione controllata" o *RCT-Randomized Control Trial* (Chiaf, 2015). In una comunità si vanno a selezionare due gruppi di persone in modo completamente casuale: uno sottoposto ad un determinato intervento e l'altro no. L'impatto generato non è altro che la differenza tra i risultati dei due gruppi, cioè tra la situazione fattuale (gruppo soggetto all'intervento) e la situazione contro-fattuale (Forum Finanza Sostenibile, 2017). La scelta del tutto casuale dei componenti del gruppo permette di eliminare eventuali fattori esterni che possono influenzare l'analisi.

2.4. Metodologie di misurazione

Attualmente esistono numerose metodologie per la misurazione dell'impatto. A seconda della diversa chiave di lettura presa in esame, esse possono essere classificate:

- In base all'elemento della catena di valore misurato: output, outcome positivi e intenzionali, impatto o modelli olistici, che analizzano il nesso di causalità tra outcome e attività;
- A seconda del tipo di misurazione: qualitativa o quantitativa, monetaria o non monetaria;
- In base alla categoria di impatto: sociale o ambientale; molti strumenti di misurazione prendono comunque in considerazione entrambe le tipologie.

La presenza di un numero così elevato di approcci di misurazione rende l'idea di quanto complesso sia il processo di valutazione dell'impatto di una strategia di investimento come l'Impact Investing. A questo, si aggiunge anche l'attuale "debole" regolamentazione del mercato dell'impact investing che influenza la diffusione delle metodologie di misurazione: la

manca di una standardizzazione dei metodi ha contribuito alla creazione di moltissime classificazioni e di sistemi di rating molto disomogenei che rendono difficile la comparazione tra di essi e tra investimenti di impatto. Secondo un'indagine svolta dal GIIN (2019), il 63% delle organizzazioni intervistate utilizzano metriche di misurazione sviluppate internamente e non allineate ad altri standard esterni. Inoltre, il 66% effettuano misurazioni di carattere qualitativo, difficilmente comparabili l'una con l'altra e valutabili da eventuali investitori. Verranno ora brevemente descritte alcune metodologie di misurazione e di rating dei fondi di investimento.

2.4.1. Climetrics Fund Rating

Climetrics Fund Rating è un sistema di rating sviluppato da Climate-KIC¹³ nel 2017 con l'obiettivo di valutare l'impatto climatico dei fondi di investimento e di rendere le valutazioni pubbliche, per consentire agli investitori di considerare anche la performance ambientale ambientale nelle loro scelte di investimento (Venturi, Perra, 2017). Si tratta del primo sistema di rating che fornisce una valutazione olistica¹⁴ di rischi e opportunità correlati al clima di un fondo di investimento. Esso fornisce una valutazione tra 1 (basso) e 5 (alto), dove un alto punteggio indica una migliore performance ambientale, una maggior transizione verso l'utilizzo di energia sostenibile e una maggior efficienza per quanto riguarda la carbon footprint.

La valutazione fornita da Climetrics si sviluppa attorno tre livelli di valutazione, ognuno con un proprio peso complessivo (v. Figura 9):

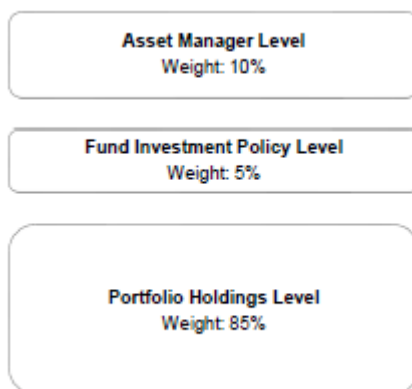
- *Asset Manager Level* (peso del 10%): viene considerato il comportamento tenuto dagli asset manager verso il clima e i cambiamenti climatici, attraverso azioni pubbliche e resoconti sulla loro integrazione nelle politiche di investimento. Le metriche utilizzate riguardano il supporto a soluzioni in tema ambientale e di cambiamenti climatici, l'adesione a particolari coalizioni, iniziative sostenibili o sistemi di misurazione dell'impatto (CDP)
- *Fund Investment Policy Level* (peso del 5%): rappresenta la strategia di investimento perseguita dal fondo, se segue una integrazione ESG o se utilizza particolari strategie SRI
- *Portfolio Holdings Level* (peso dell'85%): si tratta di un modello di valutazione sviluppato da Climetrics che tiene conto di tre diverse variabili:

¹³ Partnership pubblica-privata promossa dall'Unione Europea

¹⁴ Metodologie di misurazione in cui si cerca di sottolineare il nesso di causalità tra outcome e attività, con un forte coinvolgimento degli stakeholder nella misurazione

- *GHG emission intensity*: riguarda il rischio legato al cambiamento climatico, indica la quantità di emissioni prodotte utilizzando la classificazione degli Scope.
- *Climate change management performance*: valuta la consapevolezza e il comportamento di un fondo verso il cambiamento climatico
- *Climate specific criteria*: valutazione delle società in base all'utilizzo dei combustibili fossili e alle tecnologie a bassa emissione di CO₂

Figura 9 Livelli di valutazione di Climetrics



Fonte: Climetrics, 2019

Per quanto riguarda il calcolo, ogni livello di valutazione viene moltiplicato per il proprio peso, ottenendo un valore compreso tra 0 e 100. Nella [Figura 10](#) è possibile individuare le modalità di distribuzione del rating: la quinta “foglia” è ottenibile solamente se il Portfolio Holding Score supera il punteggio di 70 e se l’Asset Manager Score è uguale o superiore a 60.

Figura 10 Distribuzione rating

Rating	Percentage distribution
1 leaf	Lowest 10%
2 leaf	Next 22.5%
3 leaf	Next 35%
4 leaf	Highest 32.5%
5 leaf	Threshold criteria apply

Fonte: Climetrics, 2019

La valutazione Climetrics offre numerose possibilità ai diversi soggetti che entrano in contatto con queste tipologie di investimento: gli asset manager possono utilizzarla come strumento di marketing per richiamare investitori, come strumento di analisi interna e come incentivo a realizzare nuovi prodotti finanziari; gli investitori istituzionali possono usarla come strumento di valutazione del proprio fondo, per misurarne le prestazioni e per effettuare un report

completo per una completa trasparenza; i consulenti e le banche possono cercare nuove opportunità di investimento e dimostrare un comportamento sostenibile.

Secondo uno studio realizzato da Venturi e Perra (2017), il rating copre il 55% dei beni investiti in strumenti finanziari come le azioni, per un valore totale di 2 mila miliardi di euro.

I dati utilizzati per la valutazione e la costruzione del rating Climetrics provengono sia internamente sia esternamente, da altri enti esterni che hanno contribuito alla sua realizzazione: Carbon Disclosure Project e ISS Ethix Climate Solutions.

Carbon Disclosure Project (CDP)

CDP è un'organizzazione no profit che si occupa di effettuare misurazioni delle emissioni e dell'impatto ambientale per aziende, società, città e stati. Essa va a supportare la misurazione e il controllo dei rischi e delle opportunità legate ai cambiamenti climatici, del consumo dell'acqua e della deforestazione. Nel 2018 si sono avvalsi di CDP (dati pubblicati sul sito web) 525 investitori per un totale di 96 mila miliardi di dollari in attività finanziarie, più di 7000 società, 620 città e 120 stati e regioni soggette a valutazioni di impatto, una crescita dell'11% rispetto all'anno precedente.

ISS Ethix Climate Solutions

Institutional Shareholder Services (ISS) è un fornitore a livello mondiale di servizi legati alla corporate governance e agli investimenti sostenibili, grazie alla raccolta di dati e alle ricerche condotte. ISS utilizza lo strumento Ethix Climate Solutions per raccogliere dati essenziali per la formazione di valutazioni utili successivamente per l'elaborazione di Climetrics.

2.4.2. Impact Reporting and Investment Standards (IRIS)

IRIS è un sistema molto diffuso tra società e organizzazioni, utilizzato per misurare, gestire e ottimizzare l'impatto ambientale e sociale. Fu sviluppato dal GIIN nel 2008 con l'obiettivo di creare un metro comune di misurazione e comunicazione dell'impatto generato in modo da rendere rapido e semplice il processo di comparazione tra diverse organizzazioni. Esso nasce prima con il nome di IRIS Catalog of Metrics, una lista di parametri di misurazione di fattori sociali e ambientali, per poi trasformarsi nell'attuale IRIS+, una piattaforma che raccoglie dati di circa 5000 organizzazioni (Venturi, Perra, 2017) e permette un'accurata analisi delle performance in termini economici, sociali e ambientali. IRIS+ è utilizzabile sia da parte degli investitori, che possono conoscere effetti positivi e negativi delle società o dei fondi in cui investono e, allo stesso tempo, dalle stesse società, che possono individuare, misurare e gestire il loro impatto grazie a metriche standard allineate ai Global Reporting Initiative Standards. Si tratta di standard sviluppati da GRI, un'organizzazione internazionale specializzata nella

rendicontazione degli impatti sostenibili, nati per diffondere una tipologia di reporting comune a livello internazionale.

Il sistema di IRIS segue diversi principi che hanno contribuito a renderlo uno dei più diffusi:

- Trasparenza: tutte le informazioni presenti all'interno di IRIS sono disponibili per qualsiasi utente che voglia accedere.
- Consistenza con gli altri strumenti: l'utilizzo di standard comuni internazionalmente permettono un maggior allineamento con le altre tipologie di misurazione che seguono gli stessi standard.
- Collaborazione con gli stakeholder: lo sviluppo di IRIS avviene in collaborazione con ogni eventuale stakeholder, in modo da capire le richieste dei diretti interessati per sviluppare uno strumento il più completo possibile.
- Linguaggio comune: non sono solo indispensabili standard comuni ma anche l'uso di uno stesso linguaggio permette di aiutare la comunicazione e la comparazione dei diversi strumenti.

Il modello IRIS utilizza quasi 500 tipologie di metriche di misurazione classificabili in base a diversi criteri¹⁵:

- Area di impatto, cioè in che ambito l'investitore vuole produrre gli effetti del proprio investimento (es. biodiversità, inquinamento, energia, clima, occupazione, educazione e molti altri).
- Sustainable Development Goal che intende perseguire con il proprio impiego di capitale.
- Tipologia di impatto, se di tipo ambientale, sociale o riguardante la governance.
- Se si vuole effettuare una misurazione di tipo qualitativo o di tipo quantitativo.

Per ogni metrica vengono indicate le ragioni per la quale utilizzarla, che aree di impatto misura, quali SDGs e target persegue e insieme a quali altre metriche è consigliato impiegarla.

A sua volta, un ulteriore strumento utilizzato da IRIS è il Core Metrics Sets, una lista di “*key impact performance indicators*” (GIIN, 2019, IRIS+ Core Metrics Sets, p. 3). Con questo termine si intende un insieme di metriche che prendono in considerazione lo stesso obiettivo o tema di investimento in modo da ottenere una misurazione il più completa possibile.

Le metriche e i *key indicators* presenti all'interno di IRIS analizzano cinque dimensioni dell'impatto: WHAT, quale tipo di outcome la società vuole generare e la sua importanza, WHO, che tipo di stakeholder beneficerà dell'outcome prodotto, HOW MUCH, la misura della dimensione dell'outcome in termini di quantità, durata e grado di cambiamento,

¹⁵ <https://iris.thegiin.org/metrics/>

CONTRIBUTION, cioè quanto effettivamente l'attività della società ha contribuito al cambiamento e, per ultimo, RISK, che risponde a come l'outcome effettivamente prodotto si discosti dalle aspettative. Ogni metrica può riferirsi ad una singola dimensione o a più dimensioni contemporaneamente, mentre un *key indicator* cercherà di sviluppare tutte le dimensioni per dare una misurazione e un'analisi completa (GIIN, 2019, IRIS+ and the five dimensions of impact).

2.4.3. Social Return on Investment (SROI)

Il Social Return on Investment, o Ritorno Sociale sull'Investimento, è “un approccio per la misurazione e rendicontazione di questo più ampio concetto di valore; ha l'obiettivo di ridurre la disegualianza e la degradazione ambientale, di migliorare il benessere, integrando nell'analisi i costi ed i benefici sociali, economici ed ambientali” (The SROI Network, Cabinet Office, 2009, p. 10). Costi e benefici sono entrambi indicati e rendicontati tramite l'uso di valori monetari con l'obiettivo di creare un ratio di valutazione dell'investimento (x:y, un investimento di costo y produce un effetto di valore x). Esistono due tipi di analisi SROI che possono essere effettuate: la SROI previsionale, eseguita prima di un investimento, basata su una misurazione delle performance, dell'outcome e del valore atteso dalle attività, e la SROI valutativa, effettuata solo successivamente alla realizzazione delle performance, una volta che l'effetto si è prodotto.

Il SROI è basato su 7 diversi principi¹⁶:

- Coinvolgere gli stakeholder: essendo gli stakeholder i diretti interessati del valore creato, è necessario informarli su cosa viene effettuata la misurazione e renderli partecipi dell'analisi in modo da ottenere informazioni il più corrette possibili.
- Capire cosa cambia: una volta individuato il cambiamento o outcome, è necessario individuare quale parte di questo outcome è positivo e quale negativo, in che proporzione è atteso e in quale è inatteso.
- Valutare ciò che conta: bisogna valutare tutto l'outcome prodotto tenendo conto del fatto che non tutti gli effetti sono valutabili economicamente.
- Includere solo ciò che è materiale: con il termine “materiale” si intende quel tipo di informazione capace di influenzare le decisioni degli stakeholder. In questo modo deve essere inclusa qualsiasi informazione capace di dare valore ai soggetti interessati.
- Non sovrastimare: devono essere presi in considerazione solamente gli outcome prodotti direttamente dall'organizzazione e dalla sua attività.

¹⁶ Indicati direttamente all'interno della guida a cura di The SROI Network e Cabinet Office

- Essere trasparenti: ogni decisione presa durante la misurazione e la rendicontazione deve essere documentata e spiegata per garantire una facile e corretta interpretazione.
- Verificare il risultato: la misurazione non deve essere eccessivamente soggettiva ma deve garantire indipendenza di risultato.

La valutazione SROI è suddivisibile in 6 fasi. La prima corrisponde alla definizione dell'area di impatto dell'attività e alla definizione degli stakeholder. Deve essere indicata la motivazione per la quale viene effettuata la misurazione, le risorse a disposizione e le priorità da seguire. Una volta definito il campo di analisi, bisogna individuare gli stakeholder che saranno influenzati dall'attività, considerando anche la possibilità di eventuali outcome inattesi.

La seconda fase consiste nel mappare l'impatto prodotto dall'attività realizzata. Dovranno essere individuati gli input utilizzati, interni ed esterni provenienti dai finanziamenti ricevuti, e assegnare un valore economico anche a ciò che non è misurabile economicamente (es. tempo). Successivamente verranno indicati output prodotti e i successivi outcome realizzati.

La terza fase ha l'obiettivo di valorizzare gli outcome una volta individuati. Per fare ciò bisogna individuare gli indicatori, cioè gli strumenti che permettono di individuare se l'outcome si è prodotto e in che misura. Successivamente verrà effettuata una raccolta dei dati, direttamente tramite l'organizzazione o attraverso enti o aziende che si occupano di studi e ricerche di mercato. Una volta stabilita la durata degli outcome, è possibile assegnare loro il corretto valore monetario. Questa assegnazione rappresenta una delle parti più critiche della misurazione SROI in quanto i fattori sociali, diversamente da beni commercializzati nel mercato, non partecipano al processo di definizione del prezzo. La difficoltà risiede nelle diverse percezioni che gli stakeholder hanno rispetto allo stesso valore sociale; l'indice SROI cerca di superare questo problema attraverso l'utilizzo di proxy capaci di monetizzare questi fattori. Si tratta di variabili economiche che servono a descrivere in modo indiretto una variabile non monetaria. Un esempio potrebbe essere la valutazione delle emissioni di carbonio: una proxy utilizzabile potrebbe essere il costo delle emissioni di CO₂ o il cosiddetto "prezzo della CO₂", talvolta approssimato dalla Carbon Tax.

La quarta fase si occupa della definizione dell'impatto, prendendo in considerazione diversi fattori:

- il deadweight, cioè "la misura della quantità di outcome che sarebbe avvenuta anche nel caso in cui l'attività non avrebbe avuto luogo" (The SROI Network, Cabinet Office, 2009, p. 58) individuabile grazie alla comparazione con altri gruppi di analisi;
- l'attribuzione della quantità di outcome alla quale hanno contribuito soggetti che non corrispondono all'organizzazione che ha realizzato le attività;

- il drop-off, strumento che rappresenta la riduzione dell'outcome prodotto nel tempo influenzato da altri fattori esterni.

L'impatto realizzato non è altro che la differenza tra l'outcome totale e la somma tra deadweight e attribuzione.

La quinta fase consiste nel calcolo dell'indice SROI. Il primo passo è calcolare il Valore Attuale dei benefici prodotti dal programma, tenendo conto anche del drop-off, attualizzando così gli impatti futuri. È possibile poi calcolare il Valore Attuale Netto (VAN), sottraendo il totale degli input dal valore attuale dei benefici. Infine, il ratio SROI è dato dal rapporto tra il valore totale dei benefici prodotti con il valore complessivo dell'investimento.

L'ultima fase è costituita dalla rendicontazione dei risultati, includendo aspetti di tipo quantitativo, qualitativo e finanziario e destinata alla diffusione tra i vari stakeholder.

La misurazione SROI è realizzabile non solo dalle aziende ma anche direttamente dagli investitori, dall'amministrazione pubblica o per lo sviluppo di politiche pubbliche di particolare valore sociale. Allo stesso tempo, sono state rivolte anche delle critiche a questo strumento di misurazione: la valutazione di tutto il valore creato in termini monetari può portare ad un risultato sintetico presentando alcune lacune (Chiaf, 2015).

Capitolo 3. Esempi di Impact Investing

3.1. The Nature Conservation e NatureVest

The Nature Conservation (TNC) è un'organizzazione no profit che opera a livello internazionale con l'obiettivo di conservare e proteggere l'ambiente terrestre e marino, e di diffondere modelli di crescita sostenibile. Essa opera secondo standard etici e professionali, nel rispetto delle comunità locali in cui opera attraverso uno stretto rapporto di collaborazione.

TNC venne fondata nel 1951 negli Stati Uniti da una piccola comunità di scienziati riuniti sotto il nome di "The Ecologist Union" guidati da Victor Shelford. Dal 1954, anno in cui lanciò il suo primo programma di conservazione di un terreno nei pressi di New York, ad oggi, questa organizzazione ha conosciuto un enorme sviluppo diventando uno dei maggiori protagonisti nel settore della protezione ambientale. Attualmente opera in 72 paesi in tutti i continenti, grazie all'aiuto di più di 400 scienziati, assicurando la protezione di quasi 120 milioni di acri di terra.

Il lavoro svolto da TNC può essere facilmente descritto in poche e semplici caratteristiche:

- **Scienza, tecnologia e innovazione:** l'operato di TNC è basato su studi scientifici e sul lavoro svolto dai numerosi scienziati al suo servizio. Esso permette lo sviluppo di nuove tecnologie e processi innovativi attraverso una stretta partnership con start-up del settore.
- **Pubblico/privato:** uno dei principi cardine di questa organizzazione è la forte collaborazione con enti pubblici e policymakers e, allo stesso tempo, con società e aziende private che rappresentano la causa di buona parte dell'impatto climatico e ambientale.
- **Finanza e Investimenti:** TNC continua a richiedere fondi e finanziamenti da parte di soggetti esterni e privati, riconoscendo l'impact investing come strumento fondamentale del proprio lavoro.

The Nature Conservation effettua operazioni di tipo finanziario tramite NatureVest, l'unità di investimento interna che ha il compito di reperire fondi privati in cerca di una destinazione. Si tratta di una forma di impact investing, in quanto NatureVest propone investimenti che garantiscono sia un impatto ambientale positivo sia un ritorno economico. Le aree di investimento proposte riguardano il controllo e la protezione degli habitat forestali, la conservazione degli ecosistemi marini, la diffusione di tecniche di agricoltura sostenibile e di riduzione di spreco dell'acqua ed infine, l'incremento dell'infrastrutture cittadine

ecosostenibili. La sua missione primaria è quella di raccogliere attraverso la finanza di impatto un miliardo di dollari entro il 2021 per utilizzarli in attività di conservazione della natura.

3.1.1. Seychelles Conservation & Climate Adaptation Trust

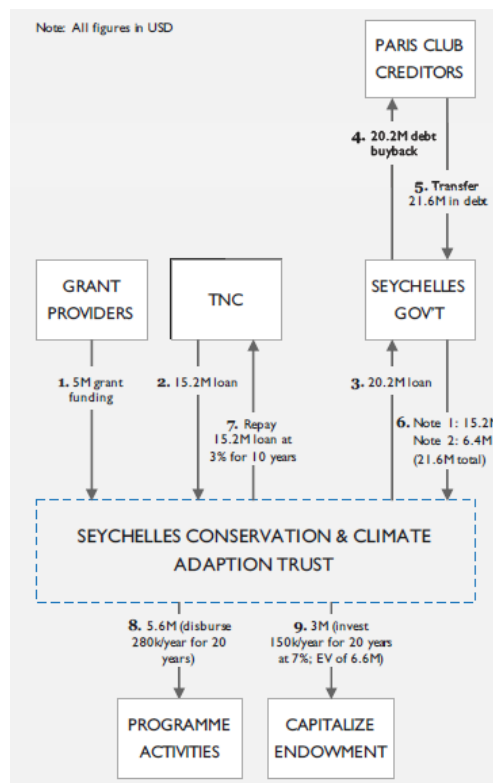
Un esempio di progetti gestiti e finanziati da NatureVest attraverso l'impact investing è il Seychelles Conservation & Climate Adaptation Trust (SeyCCAT). Attraverso l'utilizzo di questo trust senza scopo di lucro, TNC ha portato a termine un accordo con il governo delle Seychelles per ristrutturare il debito pubblico con termini più favorevoli e, in cambio, il governo stesso si è impegnato a migliorare la propria politica ambientale garantendo maggiori investimenti volti alla protezione e conservazione marina. Le Seychelles, infatti, stanno subendo ingenti danni dovuti agli effetti dei cambiamenti climatici: l'innalzamento del livello del mare, le frequenti tempeste e l'aumento dell'acidità e della temperatura dell'acqua rappresentano un pericolo per il territorio, formato per il 99% da oceano, e per la loro economia basata soprattutto su pesca e turismo.

Come venne messo in pratica questo accordo? Inizialmente venne analizzata la situazione debitoria delle Seychelles con l'obiettivo di individuare un gruppo composto dai maggiori creditori da cui iniziare la ristrutturazione. Buona parte del debito pubblico esterno (il 95% del PIL nel 2009, Convergence, 2017) si trovava sotto il controllo del "Club Di Parigi", un gruppo di Paesi creditori che si occupa di trovare delle soluzioni a difficoltà di pagamento riscontrate da paesi debitori in situazioni economiche critiche. Fu negoziato l'acquisto di 21,6 milioni di dollari di debito, scontato poi a 20,2 milioni, da parte di SeyCCAT grazie alle risorse raccolte da NatureVest provenienti da:

- 5 milioni da donazioni da parte di diverse fondazioni filantropiche;
- 15,2 milioni formati da capitale privato raccolto attraverso strategie di impact investing.

Secondo l'accordo stipulato, una volta effettuato il pagamento, il governo delle Seychelles avrebbe

Figura 11 Struttura della transazione



Fonte: Convergence, 2017

dovuto restituire al trust un ammontare pari al debito pubblico effettivamente liberato (21,6 milioni) attraverso due diverse operazioni:

- 15,2 milioni ad un rendimento del 3% ripagabili in 10 anni da restituire poi al TNC per un totale complessivo di 17,7 milioni;
- 6,4 milioni al 3% ripagabili in 20 anni, cioè attraverso pagamenti annuali del valore di 430 mila dollari per un totale di 8,6 milioni. Il trust utilizzerà questi fondi per:
 - o 5,6 milioni (280 mila l'anno) diretti a programmi di adattamento al clima e alla conservazione dell'habitat marino;
 - o 3 milioni (150 mila l'anno) da investire in programmi futuri ad un tasso del 7% per i successivi 20 anni.

All'interno dell'accordo vennero poi indicati i diversi obiettivi di impatto da raggiungere: l'incremento delle aree marine protette dall'1% al 30% entro il 2020 di cui metà (circa 200.000 km²) classificate come aree di pesca vietata, la protezione delle coste dalle tempeste e dall'innalzamento dell'oceano grazie al restauro delle barriere coralline e delle foreste di mangrovie ed infine la creazione di un fondo adibito all'investimento futuro nella conservazione ambientale.

(tutte le informazioni sono contenute nel sito web di TNC <https://www.nature.org/en-us/> e in Convergence, 2017)

3.2. Etica Sgr

Etica Sgr è una società di gestione del risparmio collegata al Gruppo Bancario Banca Popolare Etica, prima in Italia del suo tipo a proporre ai risparmiatori fondi di investimento “sostenibili e responsabili”. Essa nasce nel 2000 con l'obiettivo di prendere in considerazione nella decisione di investimento i fattori ESG facendo confluire risparmio privato verso iniziative di tipo sociale e ambientale.

La selezione dei titoli considerati “investibili” avviene in due diverse fasi: un'analisi ESG e un'analisi finanziaria. La prima viene effettuata analizzando fattori di carattere ambientale, sociale e di governance valutando i Paesi e le aziende più sostenibili ed eliminando quelle impegnate in attività considerate negative (armi, energia nucleare, gioco d'azzardo...) o che non adottano una adeguata governance aziendale (nessuna tutela ai lavoratori o rispetto ambientale), imprese che si occupano di combustibili fossili o Stati che non garantiscono alcun diritto ai propri cittadini. Al contrario, invece, coloro che sono valutati in modo positivo possono entrare all'interno dell'universo investibile solo nel caso in cui superino un determinato punteggio di valutazione minimo. I dati riguardanti certi valori sono ottenuti

tramite l'appoggio a database e partner esterni tra i quali anche Carbon Disclosure Project. Successivamente segue l'analisi finanziaria con la quale vengono valutati i titoli in base al rapporto tra rischio e rendimento determinandone così la performance finanziaria.

Etica Sgr opera anche partecipando attivamente alle assemblee delle aziende in cui investe (azionariato attivo) per indirizzare le decisioni societarie verso scelte sostenibili ed effettuando consulenza riguardo l'importanza della finanza sostenibile.

Rispettando pienamente i principi dell'impact investing, l'attività di investimento proposta da Etica Sgr è basata sia sulla generazione di effetti positivi per ambiente e società sia sulla realizzazione di risultati finanziari positivi. Oltre all'analisi ESG sui propri fondi, essa chiede ai propri clienti di devolvere lo 0,1% del proprio capitale in progetti legati alla microfinanza e al crowdfunding. Altra caratteristica fondamentale della finanza di impatto è la misurazione degli effetti l'analisi degli investimenti azionari relativi ai propri fondi. A tale riguardo, Etica Sgr pubblica il Report di Impatto, con il quale vengono rendicontati gli effetti prodotti dagli investimenti secondo indicatori legati ai Sustainable Development Goals e i criteri ESG, e la carbon footprint del portafoglio di investimento a seguito della sottoscrizione del Montréal Carbon Pledge, un accordo internazionale con il quale ci si impegna a misurare e pubblicare il proprio impatto ambientale. L'operato di Etica ha permesso solo nel 2018 la creazione di 1.689 posti di lavoro, un aumento pari al 49% delle aziende presenti nell'universo investibile e la riduzione delle emissioni di CO₂ pari a 16.841 tonnellate.

Etica Sgr sviluppa anche un particolare fondo comune di investimento, Etica Impatto Clima, il cui focus è di creare un'economia capace di combattere e adattarsi al climate change e aiutarne la transizione verso un basso livello di emissioni di carbonio. Il capitale raccolto viene poi investito nel mercato azionario, in obbligazioni e green bond in attività di rischio intermedio situate per lo più in Europa (17,5% in Italia, 8,6% in Francia).

(informazioni presenti nel sito di Etica Sgr <https://www.eticasgr.com/>)

Considerazioni finali

In questo elaborato abbiamo tentato di descrivere il fenomeno dell'Impact Investing, evidenziandone lo sviluppo, ma anche la complessità. Sebbene si possa individuare una crescita della finanza d'impatto, essa è accompagnata spesso più da confusione che da ordine e regolazione. Sia a livello globale ma soprattutto a livello nazionale, manca ancora conformità a livello normativo e riguardo la standardizzazione dei metodi di misurazione. Ciò è principalmente dovuto alla scarsa diffusione di informazioni riguardo l'impact investing e le sue potenzialità.

Come già affermato all'interno del primo capitolo, la finanza di impatto è un settore di recente sviluppo. In Italia si ha la possibilità di osservare i primi approcci relativi a questo particolare ramo di investimento, conoscendone caratteristiche e potenzialità, solamente dal 2013 grazie all'inserimento di una commissione italiana all'interno della Task Force del G8 relativa agli investimenti di impatto sociale. Un mercato ancora molto giovane costituito da una struttura rigida e complessa sta rendendo molto confusionaria la sua crescita. Sono ancora molti i problemi riscontrati da questo settore: l'assenza di politiche riguardanti gli investimenti di impatto, la mancanza di una struttura normativa adeguata capace di attirare e convincere i "classici" investitori, la carenza di strumenti creati ad hoc per l'impact investing, l'assenza di un linguaggio omogeneo e di confini ben definiti (Tiresia, 2017). Un ulteriore problema è rappresentato dalla divergenza tra lato dell'offerta e della domanda. La prima sta osservando un incremento degli investitori e di capitale focalizzati sulla "terza dimensione" dell'investimento, l'impatto sociale e ambientale oltre al rischio e al rendimento. Per quanto riguarda la domanda, essa è costituita da quei pochi soggetti che sono interessati principalmente alla generazione di effetti ambientali e sociali positivi e che potrebbe coinvolgere nuovi imprenditori ad affacciarsi al mondo dell'impact investing. Sono gli stessi investitori a lamentarsi di una carenza di opportunità e di strumenti specifici necessari per lo sviluppo del settore (Social Impact Investment Task Force, 2016). La crescita "confusa" di queste due forze, legata alla mancanza di una struttura regolatrice, rende difficile trovare un punto di incontro. Una soluzione potrebbe essere rappresentata dalla misurazione dell'impatto, capace di rendere pubbliche informazioni che possono avvicinare il lato della domanda a quello dell'offerta. Ciò non richiede espressamente l'utilizzo di uno stesso modello di valutazione ma di principi standard comuni, come già sottolineato all'interno del secondo capitolo.

La stessa Task Force del G8 ha definito alcune raccomandazioni utili per promuovere domanda e offerta di capitali destinati alla finanza d'impatto come introdurre una fiscalità agevolata per questa tipologia di investimenti, escluderli dall'aumento della tassazione, rimuovere eventuali barriere amministrative e costi interni al mercato oppure promuovere un nuovo quadro normativo che regoli definitivamente imprese ed impatto socio-ambientale, a livello nazionale, europeo e globale.

La presenza di queste difficoltà non può essere eccessivamente di intralcio alla diffusione di uno strumento che presenta numerose potenzialità, alcune già descritte all'interno di questo elaborato. In un momento storico in cui il cambiamento climatico ha assunto molta rilevanza, la possibilità di ottenere un rendimento finanziario molto vicino al livello di mercato, se non allo stesso livello, e contemporaneamente generare un impatto positivo ambientale e sociale, lo rende uno strumento appetibile anche per chi ricerca dai propri investimenti solamente un ritorno economico.

Allo stesso tempo le aree di impatto dell'impact investing lo rendono uno strumento ideale da affiancare alla spesa pubblica. In questo modo si ha la possibilità di veicolare risorse aggiuntive private in progetti di utilità pubblica portando un vantaggio all'intera comunità e agli stessi investitori. Si deve stare attenti però a non scaricare il peso delle prestazioni del welfare ai privati in quanto lo scopo principale rimane quello di aiutare la spesa pubblica ad essere più efficace ed efficiente.

Affiancare la finanza di impatto ad ulteriori strategie SRI, come già visto nel terzo capitolo con Etica Sgr, rappresenta un'ottima soluzione per incrementare gli effetti positivi generati dall'impact investing. La definizione di uno scheletro normativo con cui sostenere non solo la crescita degli investimenti di impatto ma anche lo sviluppo di tutte le strategie SRI resta, per ora, la strada principale da seguire per sfruttare pienamente le potenzialità del settore finanziario ed orientarsi verso una società più sostenibile.

Riferimenti bibliografici

BUSINESS AND SUSTAINABLE DEVELOPMENT COMMISSION (2017), *Valuing the SDG Prize. Unlocking Business Opportunities to Accelerate Sustainable and Inclusive Growth*, A paper from Alpha Beta

CELLINO M. (2017), *Green Bond, 100 miliardi per l'ambiente. Ecco la guida*, Il Sole 24 Ore (online), disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/green-bond-100-miliardi-l-ambiente-ecco-guida-AECQ4tEB>

CHIAF E. (2015), *Un'analisi degli indicatori di impatto sociale*, Department of Economics and Management, University of Brescia

CLIMETRICS (2019), *Fund Rating Methodology*, Versione 1.3, CDP Europe

COMMISSIONE EUROPEA (2015), *Il crowdfunding. Cos'è*, Unione Europea

CONVERGENCE (2017), *Seychelles Debt Conversion for Marine Conservation and Climate Adaptation*, in collaborazione con NatureVest e TNC

EUROSIF (2018), *European SRI study 2018*

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2014), *L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi*, Milano

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2016), *Finanza sostenibile e cambiamento climatico*

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2017), *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto sociale*

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK (2016), *Annual Impact Investor Survey 2016*, 16ma edizione

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK (2019), *Annual Impact Investor Survey 2019*, 19ma edizione

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK (2019), *IRIS+ and the five dimensions of impacts*

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK (2019), *IRIS+ Core Metrics Sets*

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (2019), *Global Sustainable Investment Review 2018*, 4^a Edizione

ICMA (2018), *I Principi dei Green Bond 2017 Linee Guida procedurali non vincolanti per l'Emissione di Green Bond*, giugno 2018, disponibile su <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>

LA POSTA L. (2017), «Esg», *la formula vincente sui mercati*, Il Sole 24 Ore (online), disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/esg-formula-vincente-mercati-AEZUaWW>

MUNICH RE (2013), *2012 Natural Catastrophe Year in Review*, Munich Reinsurance America, Inc

OECD (2002), *Glossary of Key Terms in Evaluation and Results Based Management*, Francia

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (2017), *Impact investing market map*, White Paper UNEP e United Nation Global Compact

SO I., STASKEVICIUS A. (2015), *Measuring the impact in impact investing*, Harvard Business School, Harvard Business School

SOCIAL IMPACT INVESTMENT TASK FORCE (2016), *La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia*, rapporto italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8

THE SROI NETWORK, CABINET OFFICE (2009), *Guida al Ritorno Sociale sull'Investimento SROI*, II edizione del 2012, tradotta da Human Foundation

TIRESIA (2017), *Uno sguardo all'impact investing in Italia nel 2016*, Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale

UNEP (2013), *Portfolio Carbon. Measuring, disclosing and managing the carbon intensity of investments and investment portfolios*,

VENTURI P., PERRA G. (2017), *La finanza di impatto per i cambiamenti climatici*, Climate KIC, con il supporto del Forum per la Finanza Sostenibile

WACKERNAGEL M., REES W. (1996), *Our Ecological Footprint. Reducing Human Impact on the Earth*, Gabriola Island, BC (Canada): New Society Publishers

ZAMAGNI S., VENTURI P., RAGO S. (2015) *Valutare l'impatto sociale. La questione della misurazione nelle imprese sociali*, Edizioni AICCON, Disponibile su <http://www.rivistaimpresasociale.it/rivista/item/141-misurazione-impatto-sociale/141-misurazione-impatto-sociale.html?limitstart=0>

Sitografia

<https://www.globalgoals.org/>

https://it.wikipedia.org/wiki/Obiettivi_di_sviluppo_sostenibile

<https://thegiin.org/>

<https://iris.thegiin.org/>

<http://investiresponsabilmente.it/cose/>

<https://www.climatebonds.net/>

<https://www.unicredit.it/it/chi-siamo/noi-e-il-sociale/social-impact-banking.html>

https://www.cdp.it/sitointernet/it/green_social_sust_bonds.page

<https://www.climetrics-rating.org/>

<https://www.nature.org/en-us/about-us/who-we-are/how-we-work/finance-investing/naturevest/ocean-protection/>

<https://sefeaimpact.it/>

<https://www.issgovernance.com/>

<https://www.cdp.net/en>

<https://www.nature.org/en-us/>

<https://www.eticasgr.com/>

Riferimenti normativi

D. lgs. 3 Aprile 2006, n. 152

L. 16 Giugno 2016, n. 106