



Forum per la Finanza Sostenibile



Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale



I SOCI DEL FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE

ACRI
ADICONSUM
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS GMBH
AMUNDI
ANASF
ANIA
ASSOFONDIPENSIONE
ASSOGESTIONI
AVANZI
AXA INVESTMENT MANAGERS ITALIA
AZIMUT CAPITAL MANAGEMENT
BANOR SIM
BLACKROCK
BLOOMBERG
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT
CANDRIAM INVESTORS GROUP
CDP
CFA SOCIETY ITALY
CGIL
CISL
COIMA SGR
CREDIT SUISSE
DEGROOF PETERCAM
ECPI
EFPA ITALIA
ETICA SGR
FEDERCASSE
FIDEURAM ASSET MANAGEMENT
FINANCE & SUSTAINABILITY
FONDAZIONE ANT
FONDAZIONE CARIPARO
FONDAZIONE CARIPLO
FONDAZIONE DI SARDEGNA
FONDAZIONE OPES
FONDAZIONE SODALITAS
FONDAZIONE EMANUELA ZANCAN
FONDO ARCO
FONDO COMETA
FONDO GRUPPO INTESA SANPAOLO
FONDO SCUOLA ESPERO
FONDO PEGASO
FONDO PERSEO SIRIO
FONDOPOSTE
GENERALI INVESTMENTS EUROPE
HDI ASSICURAZIONI
INTESA SANPAOLO
LA FINANCIERE DE L'ECHIQUEUR
LA FRANÇAISE
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP
MAINSTREET CAPITAL PARTNERS
MEFOP SPA
MONDOINSTITUTIONAL
MORNINGSTAR ITALY
MSCI
NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT
NN INVESTMENT PARTNERS
NUMMUS.INFO
PROMETEIA
RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT
RITMI
SELLA GESTIONI SGR
STATE STREET GLOBAL ADVISORS
SYMPHONIA SGR
THOMSON REUTERS
UIL
UNICEF
UNICREDIT
UNIPOL GRUPPO S.p.A.
VIGEO EIRIS
VONTOBEL ASSET MANAGEMENT SA
WWF ITALIA
ZURICH INSURANCE GROUP

ELABORAZIONE GRAFICA Damir Jellici, Laura Ribul

STAMPA Grafiche ATA

Finito di stampare nel mese di ottobre 2017



Forum per la Finanza Sostenibile



Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale

AXA Investment Managers in quasi 20 anni ha maturato una notevole esperienza nell'ambito dell'Investimento Responsabile tanto da considerare i criteri ESG per quasi €450 miliardi di masse in gestione. Il team di Responsible Investment, composto da 15 persone dedicate, ha sviluppato una piattaforma proprietaria (RI Search) che per 5.000 titoli integra i fattori extra finanziari (ESG) sia quantitativi che qualitativi all'analisi fondamentale rendendo poi questa informazione disponibile e accessibile a tutti i team di gestione.

Matt Christensen, Global Head of Responsible Investment di AXA IM, ha definito il 2015 come il Big Bang dell'investimento responsabile culminato con l'accordo di Parigi del COP21 delle Nazioni Unite. L'accordo sul Climate Change è stato un messaggio chiaro alle società che operano nel settore Energetico, dei Trasporti, delle Costruzioni e dell'Industria: un cambiamento è necessario e questo deve avvenire adesso. Pertanto il Responsible Investment non è più un'opzione ma è diventato un "must have" che porterà anche l'industria dell'asset management ad integrare con maggior vigore il peso dei fattori Ambientali, Sociali e di Governance e a considerare gli impatti sociali.

AXA Investment Managers crede che un Investimento Responsabile sia un aspetto concretamente rilevante nella modalità e nella scelta di investimento. AXA IM ha percorso molta strada dal primo mandato implementato nel 1998 con l'integrazione di alcuni criteri sociali. Oggi sta integrando progressivamente i criteri ESG nel suo processo d'investimento attraverso le varie classi di attivo includendo le azioni, le obbligazioni, gli immobili, l'High Yield e gli alternativi. Questo perché crede fermamente che ci sia una correlazione positiva tra ESG e rendimenti finanziari e che incorporando i criteri ESG nell'analisi si possa migliorare il profilo rischio/rendimento e giungere a migliori soluzioni d'investimento sostenibili di lungo periodo per i clienti.

Etica Sgr è l'unica società di gestione del risparmio italiana ad istituire e promuovere esclusivamente fondi comuni d'investimento socialmente responsabili (Sistema Valori Responsabili) con lo scopo di rappresentare i valori della finanza etica nei mercati finanziari, sensibilizzando il pubblico e gli operatori finanziari nei confronti degli investimenti socialmente responsabili e della responsabilità sociale d'impresa.

I fondi di Etica Sgr investono in titoli di emittenti quotati e titoli di stato selezionati sulla base di precisi criteri ambientali, sociali e di governance. Il processo di analisi di responsabilità sociale e di engagement con le imprese è certificato per il Sistema di Gestione della Qualità, nel rispetto dei requisiti della norma UNI EN ISO 9001:2015.

I fondi Valori Responsabili non hanno commissioni di performance, di ingresso o di uscita e il cliente può scegliere di devolvere un euro ogni mille a un fondo gestito da Banca Popolare Etica che fa da garanzia a progetti italiani di microcredito e crowdfunding ad alto valore sociale.

Etica Sgr esercita attivamente i diritti di voto collegati al possesso dei titoli in cui i fondi investono, votando ed intervenendo nelle assemblee con lo scopo di aiutare l'impresa nel raggiungimento di una condotta sostenibile.

La società prende parte a numerose iniziative e collaborazioni nazionali e internazionali: oltre ad essere socia del Forum per la Finanza Sostenibile, di EUROSIF e del CSR Manager Network, è affiliata a ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsibility), è membro dei PRI (Principles for Responsible Investments) e della Gold Community del GRI (Global Reporting Initiative) ed è firmataria del CDP (Carbon Disclosure Project). Etica è la prima Sgr italiana ad aver aderito al *Montreal Carbon Pledge*, promosso da PRI e UNEP FI, e ogni anno rendiconta la *carbon footprint* dei propri investimenti azionari.

Nata nel 1983, Sella Gestioni SGR è una delle prime Società di Gestione italiane ad aver lanciato i fondi d'investimento. Guidata da principi di indipendenza, professionalità, trasparenza e innovazione, la società offre una gamma completa di prodotti e servizi per rispondere alle diverse esigenze degli investitori: Fondi di diritto italiano, Sicav di diritto lussemburghese, Previdenza complementare, Analisi e selezione di prodotti di società terze (Fondi di Fondi), Finanza Sostenibile, Investimenti PIR.

Un team di professionisti si occupa di tutti gli aspetti: dalla gestione diretta degli investimenti, al risk management e al supporto commerciale.

Sella Gestioni SGR opera da sempre nel rispetto di valori di responsabilità sociale: la filosofia di gestione non è orientata alla speculazione, ma all'equilibrata rivalutazione di patrimonio con un rigoroso controllo del rischio.

Nel 1999 Sella Gestioni lancia uno dei primi fondi etici in Italia. In linea con le nozioni di finanza responsabile del momento, il fondo prevedeva una devoluzione ad iniziative benefiche e un'esclusione settoriale.

Con la nascita dei parametri ESG (*Environmental, Social and Governance*) nel 2003 il fondo perfeziona la propria strategia responsabile, inserendo nel processo di investimento criteri ambientali, sociali e di buon governo sempre più definiti.

Nel 2015, con la diffusione di strumenti finanziari in grado di coniugare in modo efficiente ritorno finanziario e creazione di valore ambientale e sociale, Investimenti Sostenibili delinea una nuova politica di investimento incentrata sull'intenzionalità di generare un impatto concreto e misurabile, diventando così il primo fondo ad impatto in Italia.

Nel 2016 in partnership con LifeGate, punto di riferimento italiano sulla sostenibilità, una classe del fondo è stata quotata in borsa. Un altro importante passo per facilitare l'accesso e la diffusione della finanza sostenibile a risparmiatori e investitori professionali.

SOMMARIO

1. Impact investing: inquadramento generale

1.1. L'investimento sostenibile e responsabile	8
1.2. Che cos'è l'impact investing	10
1.2.1. Impatti sociali e ambientali	12
1.2.2. Rendimento e impatto socio-ambientale	14
1.3. Dimensioni e caratteristiche del mercato	17

2. Gli strumenti finanziari

2.1. Fondi di investimento	22
2.2. Green Bond	26
2.3. Social Bond	31
2.4. Social Impact Bond	32
2.5. Crowdfunding	37

3. Misurare l'impatto sociale e ambientale

3.1. Misurare l'impatto sociale	42
3.2. Misurare l'impatto ambientale	45

4. Le aree di impatto

4.1. Housing sociale	50
4.2. Servizi di welfare	57
4.3. Servizi educativi	63
4.4. Foreste e agricoltura sostenibile	69
4.5. Energie rinnovabili	74
4.6. Microfinanza	78

Appendice

Le 40 raccomandazioni per sviluppare l'impact investing in Italia	90
---	----

Bibliografia

95

1.

Impact investing: inquadramento generale



1.1. L'INVESTIMENTO SOSTENIBILE E RESPONSABILE

L'Impact Investing è una strategia di investimento sostenibile o SRI (dall'inglese, *Sustainable and Responsible Investment*). Secondo la definizione elaborata nel 2013 dai Soci del Forum per la Finanza Sostenibile **“l'Investimento Sostenibile e Responsabile mira a creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso attraverso 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”**¹ o ESG, dall'inglese *Environmental, Social and Governance*.

Di seguito si illustrano le principali² strategie SRI, a cui naturalmente si aggiunge l'impact investing, che sarà descritto successivamente (cfr. § 1.2, p. 10). Le definizioni sono tratte dal portale di informazione www.investiresponsabilmente.it realizzato e gestito dal Forum per la Finanza Sostenibile.

Esclusioni

Si tratta di un approccio che prevede **l'esclusione esplicita di singoli emittenti o settori o paesi dall'universo investibile**, sulla base di determinati principi e valori. Tra i criteri più utilizzati dagli investitori figurano le armi, la pornografia, il tabacco, i test su animali. In risposta alle problematiche socio-ambientali emergenti dovute ai cambiamenti climatici in corso, sono sempre più diffuse esclusioni di società legate ai combustibili fossili (cfr. box “Divest-Invest”).

DIVEST-INVEST

Divest-Invest è un'iniziativa volta a incoraggiare il **disinvestimento dalle fonti fossili (*divest*)**, e a promuovere il **finanziamento dell'economia verde a basso impatto carbonico (*invest*)**. Il disinvestimento consente di **lanciare un messaggio chiaro alle imprese**, che potrebbero essere spinte a rivedere le proprie politiche ambientali per evitare di subire azioni di *divestment* da parte di altri investitori. Al tempo stesso, **le risorse liberate** possono essere **reinvestite** per finanziare la transizione energetica **verso un modello di sviluppo a basse emissioni**,



1. Testo elaborato dal Gruppo di Lavoro multi-stakeholder promosso dal Forum per la Finanza Sostenibile. Per maggiori informazioni: <http://finanzasostenibile.it/attivita/definizione-di-investimento-sostenibile/>

2. Per completezza, si cita anche l'approccio che nelle classificazioni di Eurosif, GSIA e PRI è noto come "Integrazione ESG". Secondo la definizione ufficiale elaborata dal Forum per la Finanza Sostenibile, per "integrazione" s'intende l'approccio che prevede l'inclusione esplicita di fattori ambientali, sociali e di governance nell'analisi finanziaria tradizionale. Il processo di integrazione è focalizzato sull'impatto potenziale (negativo o positivo) delle questioni ESG sui risultati economico-finanziari dell'impresa – e quindi sugli effetti in termini di rischio-rendimento dell'investimento. Secondo il FFS, l'integrazione rappresenta una forma evoluta delle strategie che implicano una selezione positiva e negativa (esclusioni, convenzioni internazionali, selezione best in class e investimenti tematici), ovvero non rappresenta in sé una strategia di investimento, ma una peculiarità dell'analisi fondamentale.

per esempio sostenendo il settore delle energie rinnovabili³.

L'iniziativa Divest-Invest è nata nel 2011 a partire dalla campagna promossa da alcuni studenti americani per chiedere ai propri campus universitari di escludere gli investimenti implicanti elevate emissioni di CO₂.

Attualmente la campagna si articola in tre filoni:

- **Divest-Invest Philantropy**, che si rivolge principalmente agli investitori istituzionali quali organizzazioni filantropiche, ma anche università, fondi pensioni, imprese assicuratrici, organizzazioni sanitarie, gruppi religiosi ecc.;
- **Divest-Invest Individual**, che si rivolge ai singoli cittadini;
- **Europeans for Divest-Invest**, orientata a sviluppare l'iniziativa in Europa.

Web: <http://divestinvest.org/>

Convenzioni internazionali

Tale strategia implica che gli **investimenti** siano **selezionati sulla base del rispetto di norme e standard internazionali**. Gli standard più utilizzati sono quelli definiti in sede OCSE, ONU e dalle Agenzie ONU (tra cui ILO, UNEP, UNICEF, UNHCR).

Best in class

Strategia che implica un'attività di **selezione dei titoli in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance**, privilegiando gli **emittenti migliori all'interno di un settore, una categoria o una classe di attivo**.

Investimenti tematici

Si tratta di un **approccio che seleziona gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, focalizzandosi su uno o più temi**. Alcuni esempi: i cambiamenti climatici, l'efficienza energetica, la salute, il cibo, l'acqua.

Engagement

L'attività di engagement si sostanzia nel **dialogo costruttivo con gli emittenti su questioni di sostenibilità** e nell'**esercizio dei diritti di voto**. Si tratta di un processo di lungo periodo, finalizzato ad influenzare positivamente i comportamenti dell'impresa e ad aumentarne il grado di trasparenza.

Le pratiche incluse nella definizione di "engagement" vengono solitamente raggruppate in due macro-categorie: il soft engagement e l'hard engagement.

3. Biciato, Francesco 2017, "La finanza sostenibile e la sfida climatica", *Ecoscienza*, n. 3.

Le pratiche di **soft engagement** comprendono:

- incontri periodici tra rappresentanti degli investitori e dell'impresa investita;
- teleconferenze;
- invio di relazioni.

Le pratiche di **hard engagement** includono:

- la presentazione di mozioni nelle assemblee degli azionisti, finalizzate all'integrazione dell'ordine del giorno;
- l'intervento in assemblea;
- l'esercizio del diritto di voto sui punti all'ordine del giorno.

Mentre il soft engagement può essere adottato dall'investitore in relazione a qualsiasi classe di attivo, le pratiche di hard engagement hanno come presupposto la proprietà di titoli azionari. **L'azionariato attivo** è infatti una strategia di investimento responsabile che si basa sul **potere di influenza degli investitori attraverso l'esercizio dei diritti connessi alla partecipazione al capitale azionario** di una o più società⁴.

1.2. CHE COS'È L'IMPACT INVESTING

Secondo la definizione del Global Impact Investing Network (GIIN) – l'organizzazione di riferimento a livello internazionale – con l'espressione "impact investing" si fa riferimento ad **investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intento di generare un impatto sociale e ambientale misurabile e in grado, allo stesso tempo, di produrre un ritorno economico per gli investitori**⁵. L'impact investing offre quindi soluzioni finanziarie (con rendimenti in linea oppure inferiori a quelli di mercato) a problemi/bisogni sociali e ambientali.

Le caratteristiche salienti di questa strategia di investimento sono:

- l'**intenzionalità** dell'investitore di generare un impatto positivo dal punto di vista sociale e ambientale;
- il **rendimento finanziario** atteso, che può variare in funzione degli obiettivi dell'investitore ma, in ogni caso, deve prevedere almeno il rientro del capitale investito;
- l'**eterogeneità dei rendimenti**, che possono essere inferiori oppure in linea con quelli di mercato, **e delle classi di attivo**, che comprendono anche: anticipi sui flussi di cassa, fixed income, venture capital e private equity.
- la **misurabilità** dell'impatto sociale e ambientale (con diversi obiettivi e metodologie – cfr. Capitolo 3) e la **rendicontazione** degli impatti generati attraverso la pubblicazione di una reportistica dedicata (report d'impatto).

4. Cfr. Forum per la Finanza Sostenibile 2015, *Engagement su temi di sostenibilità. Le società quotate e il dialogo con gli investitori*: <http://finanzasostenibile.it/attivita/engagement-su-temi-di-sostenibilita/>

5. <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#s1>

FIGURA 1. Impact Investing: la gamma delle asset class e dei rendimenti attesi


DAI MILLENNIUM GOALS AI SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



I **Sustainable Development Goals (SDGs)**⁷ sono gli **obiettivi identificati dagli Stati membri delle Nazioni Unite per il 2030**. Agli SDGs dovranno ispirarsi i programmi e le politiche pubbliche di tutti i paesi, a prescindere dal livello di sviluppo.

La stessa denominazione “*Sustainable Development Goals*” denota la consapevolezza dell’importanza di ripensare l’attuale modello, in modo da garantire la sostenibilità ambientale, economica e sociale delle società umane nel lungo periodo. Gli SDGs rappresentano **il punto di riferimento di numerosi investimenti a impatto**, che si rifanno esplicitamente ai singoli obiettivi **per identificare *ex-ante* e misurare *ex-post* i risultati raggiunti**.



6. <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#s2>

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

1.2.1. Impatti sociali e ambientali

Il termine “impact investing” è utilizzato, in alcuni contesti, come sinonimo di “**investimenti a impatto sociale**”, assumendo dunque un’accezione più spiccatamente orientata verso temi quali: integrazione e inclusione, housing sociale, salute, servizi educativi.

Tuttavia, in questa sede si è scelto di **comprendere nella definizione di “impact investing”** gli investimenti finalizzati alla realizzazione di **impatti ambientali positivi**. Rientrano dunque in questa categoria aree di intervento quali: energie rinnovabili, accesso alle risorse idriche, riciclo e gestione dei rifiuti, agricoltura sostenibile, riforestazione e gestione delle foreste.

Tale scelta è coerente con l’impostazione del GIIN, e si fonda sulla convinzione che non sia possibile porre in alternativa la dimensione sociale, da un lato, e quella ambientale, dall’altro. Si tratta infatti di **ambiti strettamente interconnessi**: basti pensare alle conseguenze sociali dei cambiamenti climatici rappresentate, per esempio, dall’aumento dei cosiddetti “profughi ambientali”, cioè quelle persone costrette a emigrare a causa del deterioramento delle condizioni di vita nelle loro comunità di origine, dovuto ad eventi legati al clima quali siccità o inondazioni. Si stima che entro il 2050 il numero di rifugiati ambientali raggiungerà i 200-250 milioni⁸.

Viceversa, investimenti in aree a vocazione ambientale (energie rinnovabili, settore forestale, ecc.) che non tengano conto degli aspetti sociali (per esempio, le condizioni di lavoro) non potrebbero essere considerati complessivamente a impatto positivo.

IMPACT INVESTING: L’IMPLEMENTAZIONE PRAGMATICA DI AXA IM



L’impact investing si prefigge di sfruttare il dinamismo dell’imprenditorialità privata, cercando di **aggiungere “l’imprenditore mancante” all’equazione deputata alla risoluzione dei problemi umani concreti**. Ovvero utilizza i mercati finanziari convogliando i capitali verso i “problemi reali”. Pertanto, **gli investimenti di impact investing** possono essere considerati anche come **un complemento dei tradizionali programmi pubblici o filantropici**.

Gli obiettivi

Per implementare un programma efficace, completo e capace realmente di produrre un impatto positivo, è necessario che siano soddisfatti alcuni **importanti criteri e obiettivi**:

8. Gubbiotti, Maurizio, Finelli, Tiziana e Peruzzi, Elena 2013, “Profughi Ambientali. Cambiamento climatico e migrazioni forzate”, *Legambiente.it*: <http://bit.ly/1OYBUSx>

• Punto d'inflessione

Poiché il settore dell'**impact investing si trova a una svolta** e si sta rapidamente trasformando da attività di nicchia a una strategia d'investimento diffusa, **ottenere rapidamente un'esposizione a questo universo d'investimento** è sempre più importante, **puntando contemporaneamente su più temi, progetti e aree geografiche**. Il vantaggio di essere tra i "pionieri" consente ad AXA IM di orientare e influenzare l'istituzionalizzazione e la standardizzazione dell'impact investing.

• Mitigazione dei rischi e raggiungimento degli obiettivi

Tipicamente il set di opportunità degli investimenti a impatto è costituito da progetti privati di piccole dimensioni/start-up, con lunghe scadenze e spesso in aree remote. È essenziale trovare il modo per **mitigare tutte le tipologie di rischio** (finanziario/d'investimento, d'impatto, strutturale e operativo, oltre che reputazionale), assicurandosi la possibilità di **realizzare sia gli obiettivi finanziari che i risultati d'impatto**.

• Ottenimento del giusto equilibrio tra impatti sociali e rendimenti finanziari

Se alcuni progetti/temi sono intrinsecamente più orientati all'impatto ambientale o sociale (**Impact First**), altri sono più orientati al risultato finanziario (**Finance First**). Riveste un ruolo essenziale la capacità di **costruire un portafoglio che riesca a conseguire il giusto equilibrio tra le due dimensioni**, in linea con il profilo di rischio/rendimento auspicato dall'investitore, mitigando i rischi dal punto di vista sia finanziario che dell'impatto.

Le sfide

Nell'approccio di AXA IM, un portafoglio diversificato, multi-manager/multi-progetto, multi-settoriale e multi-regionale costituisce una soluzione eccellente per riuscire ad implementare rapidamente questa strategia a impatto socio-ambientale positivo. In particolare, **un portafoglio multi-manager/multi-progetto delegato offre soluzioni ad alcune importanti sfide pratiche**, di seguito illustrate:

• Mancanza di track record (in termini sia finanziari che di impatto)

Questo è uno degli aspetti più impegnativi dell'impact investing. Si possono citare numerosi esempi di fondi/gestori/progetti che hanno già maturato track record straordinari ma **la maggioranza delle iniziative ha uno storico limitato**. Un portafoglio multi-manager/multi-progetto può seguire un **approccio duplice** e bilanciato investendo, da un lato, in **fondi che vantano track record consolidati** e, dall'altro, in **nuovi fondi di dimensioni più piccole** che presentino fattori di mitigazione sufficienti, quali la presenza di investitori di grande rilievo o di esperti esterni che conferiscano loro una maggiore credibilità, ovvero di garanzie di terzi.

• Scalabilità

La **dimensione media delle operazioni** è ancora **ridotta** e implica **costi più elevati per le verifiche di due diligence**. La dimensione media di un'operazione diretta su un fondo di impact investing è spesso notevolmente inferiore all'ammon-

tare dell'allocazione media degli investitori istituzionali. Un metodo efficace per incanalare somme elevate di capitali consiste nell'**investire attraverso portafogli di più fondi**, in grado di raccogliere il capitale per poi destinarlo a una molteplicità di progetti, settori, gestori e aree geografiche.

- **Diversificazione dei rischi**

Da parte degli investitori permane una legittima preoccupazione riguardo alla protezione e al rimborso del capitale. La perdita di capitale può essere un rischio reale, specialmente nei mercati di frontiera (ad esempio per mancanza di trasparenza e di un'adeguata regolamentazione). Un portafoglio multi-manager/multi-progetto delegato può mitigare questi rischi con un'**adeguata diversificazione su più temi, aree geografiche, strutture di capitale e mix di strumenti finanziari sottostanti**.

- **Mitigazione del 'Mission drift'**

Gli investitori a impatto sono esposti al **rischio di selezionare fondi tradizionali di private equity che non sono autentici impact fund**, nel senso che non perseguono in modo esplicito e intenzionale obiettivi di carattere socio-ambientale. Un **portafoglio gestito da un team di esperti** può mitigare questo rischio, assicurando che gli obiettivi e i progetti finanziati rispondano veramente ai criteri di impact investing.

La necessità di competenze specifiche

Un portafoglio multi-manager gestito consente agli investitori di mitigare molti dei rischi e dei costi che potrebbero essere associati alle operazioni di impact investing. Implementare e gestire un portafoglio di questo tipo richiede competenze e professionalità specifiche.

In questo contesto, per riuscire ad assicurare il raggiungimento degli obiettivi di rischio/rendimento finanziario si richiede una grande esperienza nella ricerca, nell'analisi, nella selezione e nel monitoraggio dei gestori. **La competenza in ambito di finanza sostenibile e, in particolare, di impact investing è essenziale per assicurare la realizzazione dei risultati di impatto**, per esempio nella determinazione degli standard e dei parametri di misurabilità.

1.2.2. Rendimento e impatto socio-ambientale

Tra le tipologie di investimento, **l'impact investing si colloca a metà strada tra le strategie cosiddette *financial first* e la filantropia (*impact only*)**. Come già evidenziato, elementi essenziali nella definizione di impact investing sono l'intenzionalità dell'impatto socio-ambientale positivo e l'attesa di un rendimento finanziario (seppure non sempre in linea con quelli di mercato) o almeno del rientro del capitale investito.

FIGURA 2. Tassonomia degli investimenti

Tradizionale	Responsabile	Sostenibile	Impact	Filantropia
Rendimenti finanziari competitivi				
	Gestione dei rischi ESG			
		Opportunità ESG		
			Forte impatto socio-ambientale	
<p>Nessuna attenzione agli aspetti ESG</p> <p>Investimenti orientati al solo rendimento finanziario</p>	<p>Investimenti orientati al rendimento finanziario e alla riduzione dei rischi ESG</p>	<p>Investimenti orientati al rendimento finanziario con integrazione di rischi e opportunità ESG</p>	<p>Investimenti volti a generare impatti sociali e ambientali misurabili con rendimenti finanziari anche inferiori a quelli di mercato</p>	<p>Nessuna attenzione ai rendimenti finanziari</p> <p>Donazioni a sostegno di progetti a impatto sociale e ambientale positivo</p>

Fonte: Rielaborazione Forum per la Finanza Sostenibile da Eurosif 2012, *European SRI Study*

Per quanto riguarda la componente finanziaria degli investimenti a impatto, l'*Annual Impact Investor Survey* – il sondaggio condotto dal GIIN coinvolgendo i principali investitori impact su scala globale⁹ – evidenzia come la maggioranza degli intervistati (66%) dichiara di perseguire **rendimenti aggiustati per il rischio in linea con quelli di mercato**. Del restante 34%, una significativa porzione (pari al 18%) mira a rendimenti assimilabili a quelli di mercato, mentre il 16% ha come interesse primario la conservazione del capitale.

Sulle **aspettative concernenti la generazione dell'impatto socio-ambientale**, metà degli investitori dichiara di perseguire obiettivi sia ambientali sia sociali; il 41% attribuisce maggiore importanza alla componente sociale e il restante 9% a quella ambientale.

La maggior parte degli intervistati ha sottolineato la **rilevanza degli investimenti a tassi di interesse inferiori a quelli di mercato**. L'89% del campione, infatti, ha dichiarato che alcune operazioni di impact investing sono destinate, per loro stessa natura, a generare rendimenti contenuti. Benché meno interessanti dal punto di vista finanziario, tali investimenti possono rivelarsi strategici per la realizzazione di impatti socio-ambientali positivi, favorendo anche la collaborazione con attori filantropici.

Allo stesso tempo, alcuni intervistati hanno sottolineato come le **opportunità d'investimento a rendimenti elevati** continuino a ricoprire **un ruolo fondamentale** per attrarre i grandi investitori e garantire lo sviluppo del mercato.

Secondo i partecipanti all'indagine, la diffusione degli investimenti a impatto tra le grandi società può comportare effetti sia positivi (l'afflusso di ingenti masse di capitali e la professionalizzazione) sia negativi (una minor attenzione agli obiettivi d'impatto o il rischio di fuga dei capitali dai piccoli intermediari).

9. L'edizione 2017, che presenta dati aggiornati al 31 dicembre 2016, è stata condotta su un campione di 209 investitori, cfr. GIIN 2017, *Annual Impact Investor Survey*. https://thegiin.org/assets/GIIN_AnnualImpactInvestorSurvey_2017_Web_Final.pdf



Tra gli attori che possono giocare un ruolo decisivo nello sviluppo dell'impact investing vi sono gli **investitori previdenziali**. Se **nel nostro sistema le esperienze sono ancora limitate**, oltremarica diverse iniziative sono già operative. Secondo un'indagine condotta nel 2012 su un campione di 47 Fondi pensione del **Regno Unito**¹⁰ (per complessivi £143 miliardi in gestione), il 23% aveva effettuato un investimento a impatto sociale e un ulteriore 48% si dichiarava pronto a investire. Negli **Stati Uniti**, la diffusione dell'impact investing nel settore previdenziale è stata limitata da un provvedimento normativo, datato al 2008, secondo cui tali investimenti avrebbero dovuto essere effettuati solo a fronte di un'analisi documentata che ne avrebbe dovuto evidenziare la neutralità (dal punto di vista finanziario) rispetto a un investimento tradizionale. Nel 2013, solo il 6% dei Fondi pensione dichiarava – secondo quanto rilevato da un'indagine allora condotta¹¹ – di avere effettuato un investimento a impatto sociale, a fronte di un 64% che manifestava l'intenzione di investire. Nell'ottobre del 2015 è stata emanata una nuova normativa che, superando la rigida impostazione del provvedimento del 2008, invita i Fondi pensione a prendere in considerazione anche gli aspetti sociali e ambientali nella scelta degli investimenti.

Il contesto normativo di riferimento non costituisce l'unico limite agli investimenti a impatto socio-ambientale. Per quanto l'obiettivo di questi ultimi sia connesso alla finalità sociale dell'investimento pensionistico, gli operatori previdenziali sono vincolati da **obblighi fiduciari molto più stringenti** rispetto a quelli previsti per altre tipologie di investitori e talune peculiarità dell'impact investing sembrano non soddisfare pienamente alcuni criteri generalmente adottati nella valutazione e nella selezione degli investimenti. Anzitutto, **l'impact investing è in fase iniziale di sviluppo** (cd. di *early stage*); è una strategia di investimento adottata da un numero contenuto di attori i cui prodotti hanno un **track record limitato**, se non completamente assente in alcuni casi. La due diligence ne risulta, dunque, ostacolata. Inoltre, **i fondi "ad impatto"** presentano **dimensioni ridotte**, tali da non soddisfare i desiderata degli investitori, soprattutto di quelli con asset in gestione rilevanti. La limitata dimensione fa sì che i **costi per la due diligence** – se valutati in termini relativi rispetto al volume delle risorse da investire – siano **più elevati** rispetto a quelli sopportati per un investimento di dimensioni maggiori. Pertanto, le risorse per la selezione delle opportunità di allocazione risultano più efficacemente investite su operazioni più grandi.

Quali, dunque, le prospettive di sviluppo per l'impact investing nel settore previdenziale? La crescita del settore è indubbiamente condizionata da alcuni fattori. Innanzitutto, la strutturazione di prodotti che siano sempre più in grado di proporre soluzioni innovative

10. Cfr. Social Finance 2012, *Microfinance, impact investing and pension fund investment policy survey*: <http://bit.ly/2gou1Yz>

11. Cfr. World Economic Forum 2013, *From the Margins to the Mainstream Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors*: <http://bit.ly/1dpc9Ur>

in ambito sociale, con peculiarità compatibili con le esigenze e le caratteristiche degli investitori. La predisposizione di adeguati **incentivi, anche di natura fiscale**, potrebbe agevolare le scelte di investimento di Fondi pensione e casse. L'inserimento dello sviluppo del mercato per gli investimenti a impatto socio-ambientale nell'agenda dei lavori del G8 e la costituzione di una task force a livello nazionale, finalizzata a formalizzare raccomandazioni per la crescita del settore, sono segnali indubbiamente incoraggianti cui, tuttavia, devono fare seguito azioni e interventi mirati. Da ultimo, ma non ultimo, trattandosi ancora di un mercato di nicchia, **iniziative formative** a favore degli investitori appaiono necessarie per promuovere conoscenza e sensibilizzare maggiormente sul tema.

1.3. DIMENSIONI E CARATTERISTICHE DEL MERCATO

Come evidenziato nell'edizione 2016 dello **Studio Eurosif¹²**, **l'impact investing è la strategia SRI che cresce più rapidamente in Europa**: nel biennio monitorato dall'indagine (2013-2015) gli asset in gestione hanno conosciuto una crescita straordinaria (+385%), passando da €20 a €98 miliardi, 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 miliardi. Il **Fondo Investimenti per l'Abitare (FIA) gestito da CDP Investimenti SGR**, con importanti investimenti nel *social housing*, ha ricoperto un ruolo centrale in tale sviluppo (cfr. § 4.1, p. 50). Il FIA investe in diversi fondi locali le cui risorse provengono anche da altri investitori e, in particolare, dalle Fondazioni.

La crescita delle masse gestite secondo la strategia dell'impact investing è confermata anche dall'**Annual Impact Investor Survey del GIIN¹³**. Dall'ultimo sondaggio emerge infatti che l'ammontare complessivo delle masse gestite secondo i principi della finanza a impatto si aggira intorno ai **US\$114 miliardi**; nel solo 2016 ci sono stati nuovi investimenti per US\$22 miliardi in 8.000 progetti ad alto potenziale socio-ambientale.

Inoltre, prendendo in considerazione i 114 intervistati che avevano partecipato anche all'edizione precedente del sondaggio, il **volume delle masse investite nel 2016 risulta incrementato del 15%** rispetto al 2015. Questo tasso di crescita dovrebbe mantenersi costante anche per il 2017: gli attori interpellati dal GIIN, infatti, hanno dichiarato di voler aumentare del 17% il capitale destinato a progetti di finanza a impatto, portando così il volume dei nuovi investimenti a una cifra stimata di US\$25,9 miliardi.

Per quanto riguarda il profilo degli investitori, il campione di riferimento è costituito in larga maggioranza da asset manager (67%) con una discreta rappre-

12. <http://finanzasostenibile.it/attivita/european-sri-study-2016/>

13. GIIN 2017, *Annual Impact Investor Survey*, cit.

sentanza di Fondazioni (11%) e, a seguire, banche (4%). Tra le altre categorie monitorate dal GIIN figurano istituzioni finanziarie per lo sviluppo, family office, fondi pensione e assicurazioni. Quasi la metà degli intervistati ha sede negli Stati Uniti e in Canada, mentre gli operatori europei sono circa il 30% – tutti i continenti sono comunque inclusi nell'indagine.

IMPACT INVESTING: UN MOVIMENTO GLOBALE

A CURA DI RAFFAELLA DE FELICE, ADVOCACY OFFICER, SOCIAL IMPACT AGENDA PER L'ITALIA



Il **2008** ha rappresentato sicuramente lo scoppio della terribile crisi finanziaria ma è stato anche il momento in cui a livello globale i grandi attori del mondo finanziario hanno iniziato a ripensare il ruolo della finanza: proprio in quegli anni infatti venne **coniato il termine “impact investing” dalla Rockefeller Foundation¹⁴** per definire un **tipo di investimento in grado di rispondere ai bisogni della cosiddetta “base della piramide”**.

Le prime sperimentazioni di investimenti ad impatto, avvenute soprattutto **nel mondo anglosassone**, hanno reso evidente il potenziale di innovazione e di risorse che questo nuovo modello di investimenti è in grado di mobilitare. Tra gli esempi più noti vi sono la nascita della **Big Society Capital**, una banca di investimento sociale con una dotazione di £600 milioni, provenienti dai conti dormienti, e l'applicazione del primo **Social Impact Bond**, realizzato a partire dal 2010 nell'istituto penitenziario di Peterborough, con l'obiettivo di diminuire la recidiva delle persone detenute.

Considerando la grande attrattiva di questo mondo per gli investitori e gli imprenditori ma anche per il settore pubblico, che può reperire risorse addizionali per far fronte ai bisogni sociali, **nel 2013** (durante la presidenza britannica del G7) venne **istituita la Social Impact Investment Taskforce (SIIT)** il cui coordinamento fu affidato a Sir Ronald Cohen, famoso imprenditore in grado di comprendere le dinamiche del mercato e di mobilitare i variegati settori dell'ecosistema dell'impact investing.

La SIIT ha lavorato per due anni favorendo il confronto e lo scambio di esperienze tra i **National Advisory Board (NAB)**, gruppi di lavoro nazionali a cui era stato attribuito il compito di **analizzare lo stato dell'arte del mercato impact a livello locale**. Questo lavoro si è ufficialmente concluso con la presentazione dei report nazionali realizzati dai NAB e con la pubblicazione del **report internazionale *The Invisible Heart of Markets***, con una serie di **raccomandazioni per favorire lo sviluppo del mercato**, rivolte a tutti gli attori dell'ecosistema: governo, investitori, settore sociale, istituzioni e imprenditori.

14. Rodin, Judith 2014, *Innovation in finance for social impact*: <http://bit.ly/2xCz5QM>

Oltre al fondamentale ruolo di analisi e alla sistematizzazione dei fattori chiave per sviluppare questa categoria di investimenti, il lavoro della SIIT ha dimostrato soprattutto che **l'impact investing è un movimento globale in ascesa** in grado di **ridisegnare la struttura stessa dell'economia**.

Al termine dei lavori, nel luglio 2015, la Taskforce ha lasciato il testimone al **Global Social Impact Investment Steering Group (GSG)** per allargare il raggio di azione su scala globale. Ad oggi, infatti, fanno parte del gruppo internazionale oltre ai paesi del G7 anche l'Argentina, l'Australia, il Brasile, la Finlandia, l'India, Israele, il Messico e il Portogallo per un totale di 15 Stati a cui si aggiunge la rappresentanza dell'Unione Europea¹⁵.

Durante l'ultimo incontro internazionale promosso dal GSG tenutosi a luglio 2017 a Chicago, al quale hanno preso parte gli attori chiave degli investimenti ad impatto, è stato presentato lo stato di avanzamento del mercato e le **proposte per far diventare l'impact investing un nuovo paradigma di investimento**.

Al Summit erano presenti 520 delegati, provenienti da 43 Paesi diversi e oltre 120 relatori, rappresentanti del mondo della finanza, delle imprese sociali e del settore pubblico. Ad ulteriore dimostrazione del potenziale di questo settore in termini di opportunità di mercato: il 33% dei partecipanti era composto da investitori e il 17% da intermediari finanziari.

La notizia principale presentata nell'incontro ha riguardato il livello di **crescita del mercato**, arrivato al 29% durante l'ultimo anno, con il **settore dell'housing sociale in rapida espansione** rispetto agli altri. Sono poi stati presentati alcuni casi molto concreti, che dimostrano l'evoluzione del mercato da settore di nicchia a reale opportunità di investimento. Esempio, in questo senso, è il **fondo impact di Bain Double Capital** che ha chiuso la fase di raccolta fondi a US\$390 milioni, con un target prefissato di US\$250 milioni¹⁶.

L'arrivo sul mercato di un investitore così famoso come Bain, disposto a finanziare attraverso il private equity iniziative ad impatto, può contribuire ad attrarre anche altri investitori, attualmente più prudenti nei confronti delle nuove forme di finanziamenti. Bain Double Impact intende chiudere circa 15 accordi che andranno dai US\$10 ai US\$40 milioni l'uno in numerosi settori come salute e benessere o riciclo e smaltimento dei rifiuti. È interessante notare che la valutazione dei risultati sociali è stata ben definita e sarà monitorata attraverso il modello GRIIS sviluppato dall'organizzazione non profit B Lab¹⁷.

Durante il Summit, inoltre, ampio spazio è stato dedicato a uno tra gli strumenti più promettenti del settore dell'impact investing: i **Social Impact Bond** (cfr. § 2.4, p. 32).

15. L'ecosistema italiano dell'impact investing è rappresentato da Social Impact Agenda per l'Italia e da Giovanna Melandri che, in qualità di Presidente del network, siede all'interno del Comitato Esecutivo del GSG.

16. Bank, David 2017, "What we know about Bain Capital's \$390 million Double Impact Fund": <http://bit.ly/2ug1xbH>

17. Per maggiori informazioni consultare: <http://b-analytics.net/>

Secondo i dati aggiornati, ad oggi sono stati sviluppati nel mondo 89 SIB in 19 paesi diversi che mobilitano circa US\$400 milioni di investimenti. Il paese con il più alto numero di sperimentazioni è l'Inghilterra (30), seguita da Stati Uniti (15) e Olanda (7); il SIB con l'ammontare di investimento maggiore è quello creato in North Carolina per un valore di US\$30 milioni. Adottando un punto di vista diverso, il SIB con l'*outcome* più ambizioso è quello indiano che prevede di far accedere all'istruzione circa 15.000 ragazze delle zone rurali del paese.

Particolarmente importante è senza dubbio la recente notizia relativa al **successo del primo SIB lanciato nel mondo**, quello appunto di **Peterborough**. Il risultato sociale (*outcome*) atteso non solo è stato raggiunto ma anche superato: la recidiva delle persone detenute per crimini minori si è ridotta del 9%, in comparazione con il gruppo di controllo definito al momento del disegno del modello, mentre il target prefissato dal Ministero della Giustizia era del 7,5%. A fronte di questo risultato, i 17 investitori riceveranno dalla PA il capitale inizialmente investito, più un ritorno del 3% per ogni anno di finanziamento sostenuto.

Oltre a promuovere questo interessante momento di scambio, il Summit ha rappresentato anche il lancio ufficiale della **nuova missione del GSG**: essere una forza motrice in grado di **portare il mercato dell'impact investing ad un punto di svolta entro il 2020**. La definizione di "punto di svolta" (*tipping point*) è molto chiara e riguarda risultati specifici relativi ad ogni settore che compone l'ecosistema dell'impact investing:

- il mondo della filantropia e quello degli investitori dovranno allocare almeno il 10% dei propri asset in investimenti ad impatto sociale;
- il settore pubblico dovrà allocare il 10% della spesa sociale attraverso fondi che remunerino gli impatti positivi;
- il settore non profit e dell'impresa sociale dovrà ottenere il 10% dei propri introiti da investimenti ad impatto.

L'obiettivo è raggiungere i US\$150 miliardi di investimenti ad impatto nel 2017 e US\$300 miliardi nel 2020. Un obiettivo ambizioso che intende **proporre l'impact investing come nuovo paradigma dell'agire economico**.

2.

Gli strumenti finanziari



Gli strumenti che consentono di investire con l'intento di generare un alto impatto sociale e ambientale si distinguono per:

1. tipologia di finanziamento erogato (azionario od obbligazionario o misto);
2. tipologia di soggetti finanziati (imprese quotate o non, investimenti in intermediari o diretti).

Di seguito alcuni degli strumenti più diffusi sul mercato europeo:

- Fondi di investimento (anche alternativi¹⁸)
- Green Bond
- Social Bond
- Social Impact Bond
- Crowdfunding

2.1. FONDI DI INVESTIMENTO

Gli investimenti dei fondi si suddividono in due macro-categorie:

1. investimenti in organizzazioni ad alto impatto socio-ambientale (investimenti diretti);
2. investimenti in fondi o in titoli che a loro volta finanziano organizzazioni ad alto impatto socio-ambientale (investimenti indiretti).

Per potersi definire "impact" i fondi devono attuare una **strategia di investimento volta alla generazione di effetti positivi sotto il profilo ambientale e sociale**, con una metodologia di analisi coerente e trasparente. Pertanto, alcuni sottostanti saranno *ipso facto* esclusi: un fondo che investa in valute, per esempio, difficilmente potrebbe considerarsi "ad impatto". Inoltre, l'impact investing prevede una **misurazione** dei risultati, che devono essere opportunamente rendicontati agli investitori attraverso lo strumento del **report di impatto**.

Naturalmente, la composizione del portafoglio di investimento non può prescindere dall'analisi dei parametri finanziari tradizionali quali rischio, rendimento e liquidità (cfr. box).

18. Secondo la definizione che ne dà Assogestioni, "i fondi alternativi si distinguono dai prodotti 'tradizionali' perché hanno la possibilità di investire in una gamma di strumenti più ampia rispetto agli altri fondi comuni. La regolamentazione dei fondi alternativi prevede vincoli specifici per la strategia di gestione e per la scelta dell'asset allocation.

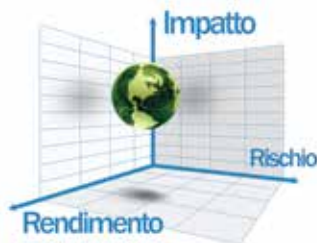
Proprio per questo motivo sono considerati strumenti con un profilo di rischio/rendimento non adatto a tutte le tipologie di clientela": <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,110,0,49,html/fondi-alternativi>



Investire e cambiare il mondo

Nel 2015, con la diffusione di strumenti finanziari in grado di coniugare in modo efficiente ritorno finanziario e creazione di valore ambientale e sociale, il **fondo Investimenti Sostenibili** delinea una **politica di investimento incentrata sull'intenzionalità di generare un impatto concreto e misurabile**, diventando così il **primo fondo ad impatto in Italia**. Nel 2016, in partnership con LifeGate – punto di riferimento italiano sulla sostenibilità – una classe del fondo è stata quotata in borsa, per facilitare l'accesso alla finanza sostenibile di risparmiatori e investitori professionali.

Il fondo Investimenti Sostenibili ha un chiaro ma ambizioso obiettivo: contribuire attivamente al cambiamento dell'economia migliorando le condizioni di vita degli individui e tutelando gli interessi delle generazioni future. In Italia, Investimenti Sostenibili è il primo fondo ad impatto con NAV e liquidità giornaliera, ed è il primo fondo a pubblicare un Report di Impatto.



Il processo di selezione dell'universo investibile prevede 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**. Ai criteri di esclusione, si affiancano quelli di inclusione basati su un'**analisi ESG** (ambientale, sociale e di buon governo)

e su un'**analisi d'impatto**. L'analisi ESG premia le società che operano nel rispetto dell'ambiente e delle persone.

L'analisi di impatto approfondisce la generazione di valore sostenibile degli strumenti finanziari considerando parametri di competizione, inclusione, innovazione, intenzionalità, addizionalità e misurabilità.

Nel processo decisionale si considerano inoltre i **fondamentali finanziari e le variabili macroeconomiche** che possono influenzare l'andamento dei risultati di gestione. L'obiettivo è quello di valutare la capacità di ogni investimento di affrontare un problema ambientale e sociale generando un valore positivo e misurabile e, al contempo, un rendimento finanziario in linea con il profilo di rischio della strategia di investimento. Il risultato è un **portafoglio costruito su tre dimensioni: Rischio, Rendimento e Impatto**.

Il Report di Impatto è un **bilancio annuale che illustra i risultati ambientali e sociali raggiunti grazie agli investimenti** effettuati dal fondo durante l'anno solare di riferimento. Il Report di Impatto nasce dalla necessità di rappresentare la performance complessiva del fondo poiché, vista la peculiarità della strategia, i dati finanziari

da soli non sono esplicativi dei risultati raggiunti. Inoltre, con la pubblicazione del Report, si offre la prova tangibile che il fondo genera un ritorno finanziario competitivo e un **impatto ambientale e sociale positivo, concreto e misurabile**. I risultati di impatto sono l'esito di un accurato processo di raccolta, valutazione, calcolo e infine aggregazione dei dati. Nella fase di raccolta si fa esclusivo riferimento ai documenti direttamente pubblicati dagli emittenti e da terze parti autorizzate. Sella Gestioni, pur non entrando nel merito delle metodologie utilizzate dalle società, valuta le informazioni fornite sulla base di:

- **qualità**, i dati forniti dall'emittente devono essere accurati e consistenti sia in riferimento al dettaglio sulla singola emissione che sull'intera attività della società;
- **credibilità**, i dati forniti dall'emittente devono risultare plausibili considerando il capitale investito e il tipo di prodotto e/o processo; inoltre, vengono svolte analisi di comparazione rispetto a dati simili forniti da *peer*, anche non in portafoglio;
- **rilevanza temporale**, i dati forniti dall'emittente devono appartenere all'arco temporale di detenzione del titolo in portafoglio o, al massimo, all'anno precedente.

Per il **calcolo dell'impatto effettivo di ogni strumento finanziario** si utilizza una formula che scompone e mette in relazione il dato di impatto su tre variabili: tempo di riferimento, capitale detenuto rispetto al totale del valore finanziario degli impatti generati e durata dell'investimento.

Impatto Effettivo =

(dato di impatto / tempo di riferimento) x durata dell'investimento* x % detenuta in portafoglio**

**scomposto in giorni*

***il calcolo dipende dalla tipologia di strumento finanziario e dal tipo di impatto dichiarato*

I dati numerici di natura più tecnica sono illustrati utilizzando paragoni facilmente comprensibili a tutti gli investitori, con la volontà di comunicare in modo semplice ed efficace. Secondo le più recenti raccomandazioni in termini di reportistica di impatto e dal momento che la strategia del fondo è in linea con gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, **gli impatti effettivi sono stati collegati ai Sustainable Development Goals**, associando il più possibile i Target ai rispettivi Goal.

Va sottolineato che i **dati quantitativi** sono una **precisione numerica dell'impatto generato**, che ovviamente ha un'estensione molto più ampia ma difficilmente misurabile. Il processo di creazione e gestione del portafoglio e poi la pubblicazione del report di impatto consentono un allineamento informativo fra investimento e impatto generato, con l'**obiettivo di garantire massima trasparenza**.



OPES-LCEF Impact Fund (semplicemente OPES, prima della recente fusione con il Trust inglese Low Carbon Enterprise Fund - LCEF) è uno dei pochi veicoli “impact” al mondo che investe **capitale di rischio, paziente e a lungo termine, in imprese sociali nella fase “early stage”**, in grado di proporre **soluzioni a problemi sociali di alta complessità**, preferibilmente in paesi in via di sviluppo ed economie emergenti. Il focus geografico è **prevalentemente l’Africa orientale e l’India**, in cui si concentrano 10 dei 17 investimenti del portafoglio aggregato dei due veicoli.

Costituito nel 2013, **OPES** è il **primo veicolo di investimento impact per economie emergenti in Italia**, e si propone con una forma ibrida (raccolta di capitale filantropico e quasi filantropico a monte e impiego delle risorse raccolte come capitali di investimento utilizzando diversi strumenti con preferenza per equity e venture debt). **LCEF** è invece un **veicolo di impact investing lanciato nel 2008** all’indomani delle prime conversazioni su questa strategia di investimento. Nato su iniziativa della società di consulenza ambientale ERM, LCEF conferisce all’iniziale modello di investimento di OPES – centrato su soluzioni di contrasto alla povertà e sull’impatto sociale – l’enfasi sulla riduzione delle emissioni e l’attenzione all’impatto ambientale delle organizzazioni investite. La partnership strutturale con ERM, confermata con la fusione, completa l’attività di investimento (pre e post strutturazione dei *deal*) con l’analisi di assessment ambientale per quantificare l’impatto delle operazioni.

Posizionandosi nel segmento definito dalla letteratura di settore come **“pioneer gap”**, OPES-LCEF veicola **capitale ad alta tolleranza di rischio** in imprese che difficilmente potrebbero accedere a capitali commerciali o a fondi impact di dimensioni maggiori, sia per lo stato di maturazione del business, sia per il taglio dell’investimento richiesto. Le imprese sono tendenzialmente nei loro primi anni di vita, con un pilota già testato sul mercato ma con fatturati ancora molto ridotti, al loro primo round di raccolta istituzionale e con richieste di capitali inferiori ai €500.000. OPES-LCEF interviene, sia come lead o co-lead, con ticket dai €50.000 ai €400.000. **L’obiettivo è far crescere l’impresa**, accompagnarla nei round successivi di raccolta capitale, fornire assistenza tecnica (attraverso OPINT, un ulteriore veicolo costituito in Olanda) e garantire che il focus su impatto sociale e ambientale resti un timone per il fondatore e il management.

Le **imprese sociali target d’investimento** sono organizzazioni che in molti casi propongono **soluzioni inedite**, creano nuovi mercati con prodotti/servizi innovativi rispetto a **problemi critici** quali, per esempio:

- potabilizzazione dell’acqua;
- elettrificazione rurale;

- accesso delle fasce più vulnerabili della popolazione a prodotti/servizi in modo inclusivo e ad eque condizioni.

L'**attenzione agli effetti socio-ambientali** e, quindi, il cosiddetto “impact framework” sono di massima rilevanza per il processo d’investimento del fondo. Le metriche d’impatto utilizzate includono: 1) modelli da applicare al portafoglio aggregato e 2) modelli specifici per ciascuna impresa. Un **comitato d’impatto coinvolto sin dalla fase della due diligence** lavora accanto al comitato d’investimento per valutare la qualità delle operazioni e l’allineamento alla strategia d’investimento del veicolo.

Il focus sull’impatto si coniuga con la necessità di garantire **rendimenti positivi, per quanto “calmierati”** tenuto conto della nicchia particolare di posizionamento: “poverty reduction” e BOP – popolazione target alla base della piramide con un potere d’acquisto inferiore ai US\$4 al giorno. Proprio per lo specifico posizionamento, e l’attenzione vincolante sull’impatto socio-ambientale, OPES-LCEF propone un **rapporto rischio/rendimento ribaltato, almeno nel medio termine: maggiore rischio, minore rendimento, e maggiore impatto.**

OPES-LCEF sta lanciando il primo veicolo per gli investitori con un target di raccolta a €25 milioni, pan-africano ma con iniziale focus geografico prioritario in Africa orientale, approccio venture e ticket d’investimento da €100.000 a €2 milioni in follow on successivi per ogni impresa. Il veicolo offrirà meccanismi di protezione del rischio con fasce diverse di adesione. Il team basato a Nairobi sarà incaricato della gestione degli investimenti e del supporto manageriale alle imprese.

2.2. GREEN BOND

Una delle risposte alla domanda di strumenti in grado di finanziare attività con impatto positivo sull’ambiente è rappresentata dai green bond. Si tratta di **titoli di debito associati al finanziamento di progetti con ricadute positive in termini ambientali**: per esempio, energie rinnovabili, gestione sostenibile dei rifiuti e delle risorse idriche, tutela della biodiversità, efficientamento energetico. I green bond rappresentano un’opportunità per aumentare la disponibilità di capitali necessari alla transizione verso un’economia più sostenibile e per ridurre i costi del debito per i progetti con ripercussioni ambientali positive.

Un mercato in espansione

A livello globale, il mercato dei green bond è in **forte crescita**: secondo i dati del Bloomberg New Energy Finance, nel 2016 sono state lanciate nuove obbligazioni verdi per US\$95 miliardi, segnando una crescita del 100% rispetto all'anno precedente, che aveva visto US\$48 miliardi di nuove emissioni¹⁹.

La prima obbligazione verde, denominata “**Climate Awareness Bond**” (**CAB**), è stata **lanciata dalla BEI (Banca Europea degli Investimenti) nel 2007** con lo scopo di finanziare progetti che proponessero soluzioni ai cambiamenti climatici. Al 31 dicembre 2016 la BEI risulta ancora uno dei principali emittenti di green bond, con una raccolta di oltre €15 miliardi in undici diverse valute²⁰.

In Italia, il primo green bond è stato lanciato da Hera nel 2014 con un titolo decennale da €500 milioni. Il 2017 è stato un anno particolarmente dinamico per il mercato italiano, in quanto vi sono state due nuove emissioni: Enel, con un'obbligazione da €1,25 miliardi (quotata anche su ExtraMOT PRO²¹) e Intesa Sanpaolo, con un bond da €500 milioni²².

Tra le più recenti emissioni di obbligazioni verdi a livello mondiale si annovera quella di **Apple** a giugno 2017 da US\$1 miliardo con scadenza a 10 anni²³: si tratta del primo green bond lanciato negli Stati Uniti dopo la dichiarazione di Trump di voler uscire dall'Accordo di Parigi siglato a dicembre 2015 durante la COP21.

Un'altra significativa esperienza è la partnership tra **International Finance Corporation della World Bank e Amundi** per l'emissione di quello che è stato annunciato come il più grande fondo di green bond destinato a progetti per mercati emergenti: gli emittenti prevedono una raccolta di US\$2 miliardi entro la fine del 2017²⁴.

Infine, a settembre 2017 **BNP Paribas Asset Management** ha lanciato il fondo “Parvest Green Bond”, che investe in green bond su scala globale con l'obiettivo di contribuire a mitigare i cambiamenti climatici.

I Green Bond Principles

Di fronte alla crescita del mercato, la principale esigenza degli operatori è quella di **fare chiarezza in merito al perimetro di applicazione dei green bond e alla valutazione degli impatti ambientali generati**.

Rispondendo alle esigenze di standardizzazione e trasparenza degli investitori, la **International Capital Market Association (ICMA)** ha definito nel 2014 i **Green Bond Principles (GBP)** – linee guida volontarie che incoraggiano la trasparenza, la precisione e la completezza delle informazioni divulgate dagli emittenti.

19. Bloomberg New Energy Finance 2017, *Green bonds: 2016 in review*. <https://about.bnef.com/blog/green-bonds-2016-review/>
20. http://www.eib.org/investor_relations/cab/index.htm

21. Il segmento di Borsa italiana espressamente dedicato ai green e social bond.

22. Monti, Mara 2017, “Intesa Sanpaolo, il primo Green Bond finanziario”, *Il Sole 24 Ore*, 17 giugno 2017.

23. <http://reut.rs/2sqBcl7>

24. Chasan, Emily ed Eckhouse, Brian 2017, “Largest Green-Bond Fund for Emerging Markets Nearing \$2 Billion”, *Bloomberg.com*, 24 agosto 2017: <https://bloom.bg/2wLz1As>

I GBP riguardano in particolare quattro aree²⁵:

1. Utilizzo dei proventi

Caratteristica distintiva dei green bond è l'utilizzo dei proventi per finanziare progetti ad impatto ambientale positivo, che dovrebbero essere adeguatamente descritti nella documentazione relativa al titolo.

2. Valutazione e selezione dei progetti

L'emittente di un'obbligazione verde dovrebbe esplicitare:

- se il progetto rientra tra quelli idonei per i green bond;
- i criteri di selezione utilizzati;
- gli obiettivi di sostenibilità ambientale.

I GBP incoraggiano un elevato livello di trasparenza e raccomandano che il processo di valutazione e selezione dei progetti adottato dall'emittente sia integrato con una revisione esterna.

3. Gestione dei proventi

I proventi netti dei green bond, o una somma equivalente, dovrebbero essere depositati su un conto dedicato, trasferiti a un portafoglio specifico o in ogni caso tracciati dall'emittente. Inoltre, l'emittente dovrebbe comunicare agli investitori come intende collocare i proventi temporaneamente non impiegati nei progetti.

4. Rendicontazione

Gli emittenti dovrebbero divulgare e aggiornare regolarmente i dati relativi all'utilizzo dei proventi, includendo un elenco dei progetti in cui le risorse sono impiegate, una breve descrizione degli stessi, il dettaglio delle somme allocate e degli impatti attesi.

L'**High-Level Expert Group on Sustainable Finance** – il gruppo di esperti costituito nel dicembre del 2016 dalla **Commissione UE** con il compito di elaborare una strategia europea per lo sviluppo della finanza sostenibile – ha sottolineato che lo sviluppo del mercato dei green bond richiede la formulazione e l'applicazione di **solidi standard definitivi e classificatori**, oltre che di **certificazioni di qualità dei prodotti**. In particolare, gli esperti hanno evidenziato il **ruolo delle borse** nell'incentivare gli emittenti al rispetto dei criteri concordati a livello internazionale per l'emissione dei green bond²⁶.

25. Cfr. Forum per la Finanza Sostenibile 2016, *Finanza sostenibile e cambiamento climatico*: <http://finanzasostenibile.it/attivita/finanza-sostenibile-cambiamento-climatico/>

26. HLEG on Sustainable Finance 2017, *Financing a Sustainable European Economy - Interim Report*: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170713-sustainable-finance-report_en.pdf



I **mini bond** sono **titoli di debito (obbligazioni o cambiali finanziarie) a medio-lungo termine** i cui proventi sono normalmente destinati a **finanziare investimenti straordinari, piani di sviluppo e operazioni di rifinanziamento**. Gli emittenti sono **società non quotate**, non appartenenti al settore finanziario, con un fatturato superiore ai €2 milioni e un organico di almeno 10 dipendenti. Per rientrare nella categoria dei mini bond, inoltre, l'emissione deve avere un taglio massimo di €500 milioni²⁷.

Normativa e caratteristiche del mercato

Il **mini bond**, già esistente nel quadro normativo italiano, **a partire dal 2012** è stato **riformulato e semplificato** al fine di favorirne la diffusione: si tratta infatti di uno **strumento complementare e alternativo al credito bancario a sostegno dello sviluppo delle PMI**. Le normative di riferimento sono contenute nel Decreto Legge 22 giugno 2012 n.83 ("Decreto Sviluppo") e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dai Decreti Legge del 2012 ("Decreto Sviluppo Bis"), del 2013 (piano "Destinazione Italia") e del 2014 ("Decreto Competitività"). Il mini bond consente alle società di beneficiare di alcune **agevolazioni**, come la deducibilità degli interessi passivi e dei costi di emissione, l'esenzione dalla ritenuta alla fonte e la possibilità di utilizzare beni mobili dell'impresa a garanzia dei titoli. Inoltre, i **mini bond** possono essere **quotati in Borsa sul segmento ExtraMOT PRO**, attivo dal febbraio del 2013, che presenta minori requisiti di quotazione rispetto al mercato principale obbligazionario, al fine offrire alle PMI un accesso ai mercati dei capitali più semplice ed economico.

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** – di cui 74 si sono affacciate sul mercato per la prima volta. Dal 2014, anno in cui le aziende hanno effettivamente cominciato a usufruire a pieno dei vantaggi offerti dai mini bond, il trend positivo è andato consolidandosi con circa 55-60 emissioni l'anno. Nel 2016, inoltre, è aumentata la proporzione delle PMI fra le emittenti, passate dal 43% al 53%.

L'importanza delle PMI per lo sviluppo sostenibile

Le PMI svolgono un ruolo cruciale nell'ambito dello sviluppo sostenibile: per esempio, **in Europa il 75% delle PMI** implementa processi e attività ascrivibili al **paradigma dell'economia circolare**. Tuttavia, nella maggior parte dei casi queste iniziative

27. Borsa Italiana 2017, "Sotto la lente. Mini bond cosa sono e come sono disciplinati", www.borsaitaliana.it, 27 febbraio 2017: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/minibond-271.htm>

sono autofinanziate: **oltre un quarto delle PMI europee**, infatti, riscontra **difficoltà di accesso al mercato bancario e finanziario**²⁸.

Le PMI assorbono circa i due terzi della forza lavoro del settore privato europeo e negli ultimi cinque anni hanno generato l'85% dei nuovi posti di lavoro²⁹. Nel 2015 il 35% delle PMI ha dichiarato di avere almeno un impiegato full-time che svolge mansioni legate all'economia verde³⁰. Anche la **Commissione Europea ha riconosciuto l'importanza delle PMI** quali attori della transizione verso un modello di sviluppo più sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale. Nel 2014 è stato lanciato un Piano d'Azione per definire il quadro dell'assistenza che l'Unione Europea intende prestare alle PMI, in partenariato con gli Stati membri e le Regioni. Tra le misure introdotte vi sono facilitazioni di accesso al mercato dei capitali per le PMI "verdi"³¹.

Inoltre, l'High-Level Expert Group on Sustainable Finance ha sottolineato che garantire l'accesso al mercato dei capitali alle PMI rappresenta uno degli obiettivi fondamentali della Capital Markets Union³².

Mini green bond

Per realizzare modelli di sviluppo economico sostenibili risulta quindi fondamentale garantire l'accesso ai mercati finanziari sia alle PMI che offrono prodotti e servizi "verdi", sia a quelle che intendono migliorare le proprie performance di sostenibilità. In quest'ottica, i **mini bond verdi**, ossia 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.

Il primo mini green bond in Italia è stato emesso a maggio 2014 da Enna Energia, società siciliana specializzata in produzione, distribuzione e vendita dell'energia elettrica; l'obbligazione, del valore di €3,2 milioni, è stata quotata sul mercato ExtraMOT PRO³³. 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.

28. Dati presentati da Nick Robins (UN Environment) nel corso della relazione "Mobilizing Green Finance for Small and Medium-sized Enterprises in the G7" tenuta il 5 aprile 2017 a Venezia in occasione del workshop "Green Finance for SMEs". Le slide sono disponibili al link: <http://bit.ly/2wARbTc>

29. Si veda la sezione dedicata alle PMI sul sito della Commissione Europea: https://ec.europa.eu/growth/smes_it

30. Commissione Europea 2015, "SMEs, Resource Efficiency and Green Markets", *Flash Eurobarometer*, 426, p. 121: <http://bit.ly/2x4Bird>

31. Commissione Europea 2014, *Piano d'azione verde per le PMI. Aiutare le PMI a trasformare le sfide ambientali in opportunità di business*: <http://bit.ly/2x51dIK>

32. HLEG on Sustainable Finance 2017, *Financing a Sustainable European Economy - Interim Report*, cit.

33. Il Sole 24 Ore 2014, "Orrick con Enna Energia nell'emissione del primo mini green bond in Italia", www.diritto24.ilsole24ore.com, 21 maggio 2014: <http://bit.ly/2eCMYdp>

2.3. SOCIAL BOND

I **social bond** sono **strumenti obbligazionari** utilizzati per il **finanziamento di progetti ad impatto sociale positivo**. Gli ambiti finanziabili possono riguardare, per esempio, l'accesso ai servizi sanitari e abitativi, l'inclusione finanziaria, la sicurezza alimentare e l'occupazione.

Il mercato dei social bond è ancora in una fase iniziale di sviluppo, sebbene nei primi mesi del 2017 si sia registrata una crescita rilevante del comparto: a livello europeo, il Council of Europe Development Bank (CEB) ha lanciato un "social inclusion bond" del valore di €500 milioni, i cui proventi saranno destinati al finanziamento di progetti in ambito social housing, educazione e formazione professionale, e nella creazione di posti di lavoro in piccole e medie imprese. Inoltre, la Banca olandese NBW ha messo un'obbligazione sociale di €2 miliardi per finanziare progetti di social housing nei Paesi Bassi³⁴.

Alcuni autori³⁵ includono nella categoria dei social bond le **obbligazioni** cosiddette **grant based**, in cui una percentuale dell'importo è devoluta ad organizzazioni non profit. Tuttavia, tali interventi sono di carattere filantropico e, pertanto, **non rientrano nella definizione di "impact investing"** (cfr. § 1.2).

In questa sede, consideriamo "social bond" soltanto i titoli *loan based*, che destinano tutto il capitale raccolto al finanziamento di uno specifico progetto di carattere sociale. Tra le esperienze italiane di obbligazioni sociali *loan based* si può citare quella del Gruppo UBI Banca, che ha costituito un plafond di oltre €17 milioni destinati a finanziamenti di medio-lungo termine a favore del Consorzio Nazionale della Cooperazione Sociale Gino Mattarelli (Sistema CGM)³⁶.

Social Bond Principles

Nel 2017, l'International Capital Market Association (ICMA) ha definito le linee guida volontarie per l'emissione dei social bond, denominate "Social Bond Principles" (SBP).

Come nel caso dei Principi rivolti al mercato delle obbligazioni verdi, anche in questo caso si tratta di raccomandazioni che mirano a favorire lo sviluppo del mercato dei Social Bond attraverso la **diffusione di pratiche di trasparenza e rendicontazione agli investitori**.

1. Utilizzo dei proventi

Caratteristica distintiva dei social bond è l'utilizzo dei proventi per finanziare progetti a impatto sociale positivo (incluse aree di intervento correlate, es. ricerca e sviluppo), che dovrebbero essere adeguatamente descritti nella documentazione relativa al titolo, valutati e, se possibile, quantificati.

34. Responsible Investor 2017, "World's largest ever social bond attracts Credit Agricole, APG, AP2 and Robeco", 1 giugno 2017: https://www.responsible-investor.com/home/article/worlds_largest_ever_social_bond/

35. Cfr. Galeone, Piercino e Meneguzzo, Marco 2016, *La finanza sociale*, Soveria Mannelli: Rubettino, p. 50.

36. https://www.ubibanca.com/Social_bond_cgm

Per “progetti sociali” s’intendono iniziative con l’obiettivo esplicito di contribuire ad affrontare o mitigare specifiche problematiche sociali e/o cercare di raggiungere risultati sociali positivi, soprattutto (ma non solo) per soggetti svantaggiati.

2. Valutazione e selezione dei progetti

L'emittente di un'obbligazione sociale dovrebbe comunicare agli investitori:

- gli obiettivi sociali;
- il processo con cui l'emittente seleziona i progetti coerenti con gli obiettivi sociali citati;
- i criteri di selezione ed eventualmente i criteri di esclusione.

3. Gestione dei proventi

I proventi netti dei social bond, o una somma equivalente, dovrebbero essere depositati su un conto dedicato, trasferiti a un portafoglio specifico o in ogni caso tracciati dall'emittente. Inoltre, l'emittente dovrebbe comunicare agli investitori come intende collocare i proventi temporaneamente non impiegati nei progetti.

I SBP incoraggiano un elevato livello di trasparenza e raccomandano che il processo di gestione dei proventi sia integrato con una revisione esterna.

4. Rendicontazione

Gli emittenti dovrebbero divulgare e aggiornare regolarmente i dati relativi all'utilizzo dei proventi, includendo un elenco dei progetti in cui le risorse sono impiegate, una breve descrizione degli stessi, il dettaglio delle somme allocate e degli impatti attesi.

Ambientale + Sociale = Sostenibile

I Social Bond possono produrre effetti positivi anche dal punto di vista ambientale e, viceversa, i Green Bond possono finanziare soluzioni per problemi sia ambientali sia sociali: secondo l'ICMA, sono gli emittenti a dover identificare l'area di impatto prevalente.

Inoltre, sono anche disponibili linee guida per i cosiddetti “Sustainability Bond”, vale a dire obbligazioni con implicazioni positive sotto il profilo sia sociale sia ambientale: <http://bit.ly/2szS4vD>

2.4. SOCIAL IMPACT BOND

I **Social Impact Bond (SIB)** sono strumenti innovativi di impact investing destinati alla **realizzazione di progetti di pubblica utilità**, con una **remunerazione degli investitori solo in caso di effettiva generazione di impatto sociale positivo**, opportunamente misurato. Per questo motivo i SIB sono considerati obbligazioni

“Pay by Result (PbR)” o “Pay for Success”.

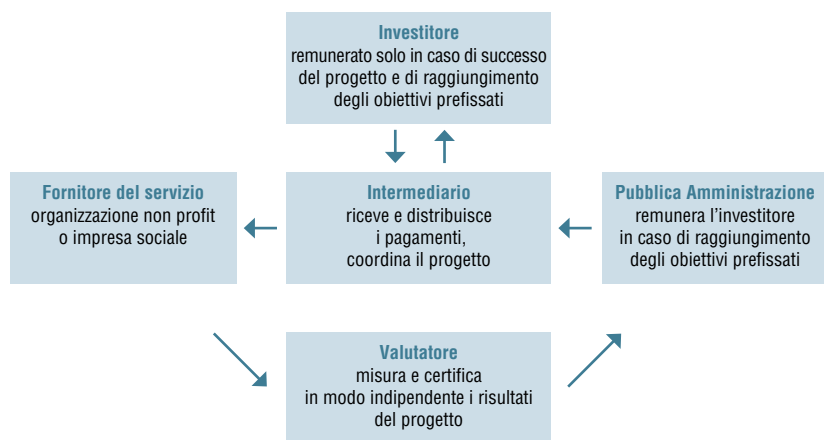
Elementi caratterizzanti i SIB sono:

- 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 (verificato e misurato). Proprio quest’ultimo, infatti, permette alla Pubblica Amministrazione di risparmiare le risorse che possono successivamente essere destinate alla remunerazione dell’investitore.

La struttura del SIB prevede **cinque portatori di interesse**:

1. una Pubblica Amministrazione (comunale, regionale o nazionale);
2. i fornitori del servizio (organizzazioni non profit o imprese sociali);
3. un investitore;
4. un intermediario specializzato (generalmente organizzazioni del terzo settore o Fondazioni);
5. un valutatore indipendente che misura l’impatto generato e l’efficacia dei risultati ottenuti³⁷.

FIGURA 3. Il funzionamento dei Social Impact Bond



Fonte: Rielaborazione Forum per la Finanza Sostenibile da: Croci, Edoardo e Colelli, Francesco 2017, *Il finanziamento dei progetti urbani sostenibili* e da: Avanzi - Sostenibilità per Azioni 2013, *I Social Impact Bond - La finanza al servizio dell'innovazione sociale?*, Collana "Quaderni dell'Osservatorio" n. 11, Fondazione Cariplo.

37. Galeone, Piercino e Meneguzzo, Marco 2016, *La finanza sociale*, cit., p. 47.

Il primo SIB è nato nel 2010 nel Regno Unito su iniziativa della banca di investimento Social Finance per sostenere il **reinserimento dei detenuti del carcere di Peterborough** con una pena inferiore ai 12 mesi, nell'intento di diminuire il tasso di recidiva. Come già evidenziato (cfr. box "Impact investing: un movimento globale", p. 18), il risultato sociale (*outcome*) atteso non solo è stato raggiunto ma anche superato: la recidiva si è infatti ridotta del 9% rispetto al gruppo di controllo definito al momento della progettazione del modello, a fronte di un target prefissato dal Ministero della Giustizia del 7,5%. Grazie a questo risultato, i 17 investitori riceveranno dalla PA il capitale inizialmente investito, con una maggiorazione del 3% per ogni anno di finanziamento.

Sulla scia di Peterborough, sono stati emessi altri SIB, non soltanto nel Regno Unito. Per esempio, nel 2012 è stata lanciata un'obbligazione "Pay for Success" dalla **Città di New York** con l'obiettivo di finanziare **progetti di reinserimento degli ex detenuti del carcere minorile di Rikers Island**. In particolare, il Department of Corrections (DOC) di New York ha siglato un SIB che ha permesso di finanziare un programma rivolto ai giovani carcerati. L'operazione è stata gestita da una terza parte (intermediario), MDRC, un'organizzazione di New York che si occupa di politiche sociali. Anche in questo caso il successo dell'iniziativa (e, di conseguenza, la remunerazione degli investitori) è stato definito sulla base della riduzione del tasso di recidiva (di almeno il 10%)³⁸.

Un altro SIB da citare, questa volta europeo, è quello **annunciato a giugno 2017 in Finlandia dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI) insieme con Epique Oy**, un gestore di fondi specializzato in impact investing e il Ministero del Lavoro e dell'Economia finlandese. Si tratta del **primo social impact bond finanziato dall'Unione Europea** ed è stato creato per **facilitare l'ingresso nel mercato del lavoro e l'integrazione sociale di circa 3.000 rifugiati**³⁹. Secondo il classico modello di *payment by result*, se il risultato sociale atteso sarà raggiunto, il finanziamento verrà ripagato dal Ministero dell'Economia finlandese.

In Italia, il primo progetto di obbligazione a impatto sociale è nato a Torino su iniziativa di Fondazione CRT e Human Foundation, in collaborazione con la **casa circondariale "Lorusso e Cotugno"** (cfr. box). Occorre infine citare un progetto elaborato nel 2015 da Banca Prossima, che aveva condotto uno studio di pre-fattibilità riguardante un SIB per la valorizzazione dei rifiuti ai fini della produzione di energia a Scampia (Napoli). L'iniziativa è stata poi abbandonata per un cambio di indirizzo nell'Amministrazione comunale rispetto alla gestione dei rifiuti.

38. Avanzi - Sostenibilità per Azioni 2013, *I Social Impact Bond - La finanza al servizio dell'innovazione sociale?*, Collana "Quaderni dell'Osservatorio" n. 11, Fondazione Cariplo.

39. <http://bit.ly/2heBDxd>



I Social Impact Bond (SIB) rappresentano una delle grandi novità degli ultimi anni nell'ambito delle politiche di inclusione. Con l'avvio nel 2010 della sperimentazione del primo SIB nel carcere di Peterborough, è aumentata esponenzialmente l'attenzione da parte della PA, delle fondazioni filantropiche, del mondo creditizio e del privato sociale verso questo nuovo strumento.

Rispetto alla natura del SIB, occorre fare una premessa che consenta di sgombrare il campo da equivoci, che spesso si creano nel processo di traduzione, termine che, del resto, possiede la medesima radice latina di "tradimento". I **Social Impact Bond non sono affatto uno strumento obbligazionario tradizionale**, al contrario, nell'analizzare le differenti declinazioni dei SIB, ci troviamo di fronte a meccanismi decisamente più vicini alla **contrattualistica complessa**, basati sulla costruzione di una "**multistakeholder partnership**". In tal senso, sarebbe preferibile **superare l'acronimo SIB, utilizzando la formula Pay by result (PbR)** che, a nostro avviso, risulta essere filologicamente più aderente alla natura dello strumento. Seguendo la definizione di Social Finance, una delle organizzazioni che maggiormente ha contribuito alla scrittura del codice dei PbR, si tratta di:

un contratto con l'amministrazione pubblica, in cui quest'ultima si impegna ad effettuare un pagamento a fronte del miglioramento di risultati sociali. Sulla base di questo contratto vengono raccolte risorse da investitori socialmente orientati. Questo investimento è utilizzato per realizzare un mix di interventi che hanno l'obiettivo di migliorare i risultati sociali. Se l'obiettivo viene raggiunto, gli investitori ricevono risorse dalla PA. Viene restituito l'investimento iniziale, più un ritorno finanziario. Il ritorno è commisurato al grado dei miglioramenti ottenuti.

L'implementazione di strumenti PbR può apportare diversi vantaggi alla PA, alle organizzazioni del Terzo Settore e ai beneficiari degli interventi. In primo luogo, **gli schemi PbR favoriscono l'assegnazione delle risorse pubbliche a programmi finalizzati al raggiungimento di risultati sociali**, spostando l'enfasi della programmazione dalle attività all'impatto sociale. Un secondo elemento connesso con i PbR è certamente **l'aumento di risorse per la sperimentazione di interventi di politica sociale che abbiano una natura preventiva**. Rispetto, poi, alla frammentazione nell'erogazione dei servizi, **i PbR contribuiscono all'integrazione tra i diversi service-provider in una prospettiva di intervento olistico**. Attraverso questi strumenti, gli erogatori più efficaci possono contare su un flusso di risorse continuo e pluriennale. Infine, l'applicazione di schemi PbR contribuisce ad **incoraggiare un approccio più solido alla gestione della performance** attraverso strumenti rigorosi di **misurazione dei risultati**, al fine di raccogliere nel settore degli interventi di welfare un repertorio di buone pratiche.

Da queste intuizioni **Human Foundation** è partita, **insieme a Fondazione Sviluppo e Cre-**

scita CRT, per realizzare uno studio di fattibilità di uno strumento PbR che potesse fornire un contributo alla riflessione sull'innovazione dei sistemi di welfare, disegnando, testando e validando un **programma di reinserimento sociale e lavorativo per le persone detenute**. In particolare, il lavoro intendeva affrontare il tema del **contrasto alla recidiva** che – come noto – rappresenta un indicatore di scarsa efficacia del sistema penale.

A livello metodologico, l'attenzione si è focalizzata, in un primo momento, sulle esperienze legate a **progetti virtuosi di reinserimento dei detenuti avviati in Italia**. Grazie alla mappatura di queste esperienze, sono stati evidenziati i punti di forza e di debolezza dei diversi approcci, definendo contestualmente alcuni elementi comuni particolarmente rilevanti in termini di efficacia. A livello teorico, dunque, il modello di servizio da sperimentare è stato disegnato riunendo in una cornice coerente i singoli elementi. L'impianto teorico, frutto di questo lavoro di "bricolage", è stato validato, in un secondo momento, con gli educatori dell'area trattamentale e gli operatori del Terzo Settore al fine di giungere ad una profonda sintonia rispetto al modello di servizio.

Il **sistema di monitoraggio e valutazione**, seguendo l'approccio della *theory-based evaluation*⁴⁰, è stato disegnato specularmente al modello di intervento, attribuendo indicatori specifici ai risultati delle attività e agli effetti, e definendo poi modalità e tempi di rilevazione. Per quanto concerne l'approccio alla **misurazione d'impatto**, componente fondamentale nella costruzione di un intervento PbR, si è individuato nel *Propensity Score Matching*⁴¹ la soluzione migliore per garantire precisione e rigore nell'analisi dei risultati. Senza dubbio impegnativo è stato il lavoro relativo all'analisi dei fattori di applicabilità dello strumento PbR nel contesto giuridico-normativo italiano, laddove lo studio offre solide soluzioni rispetto alle regole di ingaggio della PA.

Rispetto all'**implementazione del modello**, attualmente si stanno definendo le intese tra i diversi soggetti, potendo già contare sull'interesse di un investitore sociale, con l'idea di avviare la sperimentazione nella seconda metà del 2017. Al di là della tempistica, l'iniziativa risulta essere particolarmente significativa sia rispetto alla diffusione di modelli di intervento orientati ai risultati sia rispetto all'idea di provare ad ancorare i processi di policy alla produzione di evidenze di efficacia. In questa prospettiva, gli **strumenti PbR** potrebbero essere utilizzati come **"crash-test" degli interventi nel settore del welfare**, affinché siano selezionati i programmi più efficaci nel rispondere ai bisogni dei cittadini.

40. La valutazione theory-based nasce dalla riflessione di Carol H. Weiss che a metà degli anni '70 inizia a concettualizzare un nuovo approccio valutativo basato sulla costruzione di un impianto teorico nel quale gli effetti prodotti dal programma o dal progetto sono legati tra di loro attraverso dei nessi causa-effetto. La teoria evidenzia la logica "se...allora": es. "se realizzo un corso di formazione, allora avrò incrementato le competenze dei miei beneficiari".

41. Il PSM costruisce un gruppo di comparazione statistico che è basato su un modello di probabilità di partecipazione all'intervento, usando diverse caratteristiche. L'idea di base è creare un gruppo di controllo ex-post, composto dai soggetti non-trattati più simili, nelle caratteristiche osservabili, ai trattati. Una volta selezionato il gruppo di controllo ex-post, l'effetto del trattamento è semplicemente la differenza tra le medie della variabile-risultato nel gruppo dei trattati e nel gruppo dei non-trattati abbinati.

2.5. CROWDFUNDING

a cura di Chiara Candelise, IEFE Bocconi - Ecomill

Il crowdfunding (dall'inglese *crowd*, folla e *funding*, finanziamento) è una forma innovativa di finanziamento che permette ad un progetto, una causa o un'impresa di **raccogliere risorse finanziarie tramite piattaforme web**. Emerge a fine anni 2000, in parte come risposta alla difficoltà crescente di progetti e imprese di ricevere credito attraverso canali di finanziamento tradizionali, e da allora è **in forte espansione**: nel 2015 sono stati raccolti più di €35 miliardi nel mondo, con una crescita del 470% rispetto ai €6,1 miliardi raccolti nel 2013⁴². I numeri del mercato italiano, seppur in scala minore, dimostrano un simile trend con una crescita del 200% in due anni (dai €30milioni raccolti nel 2014 ai €91,8 milioni del 2016⁴³).

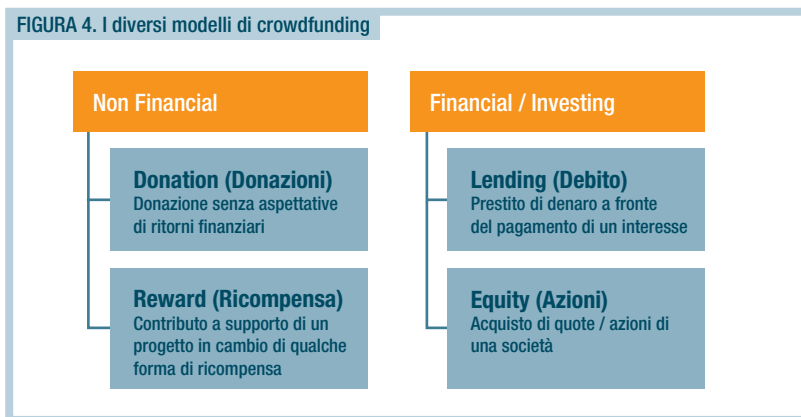
Le piattaforme di crowdfunding

Il crowdfunding si declina in diverse forme che possono essere raggruppate in due categorie principali (cfr. Figura 4):

1. Modelli non finanziari, che non prevedono alcuna forma di ritorno economico a fronte del conferimento di denaro (**modello donation**) o, altrimenti, l'erogazione di piccole ricompense non monetarie (**modello reward**);

2. Modelli finanziari, che prevedono un ritorno economico a fronte dell'investimento e, a loro volta, si suddividono in:

a. lending, che avviene tramite sottoscrizione di un prestito a cui è associato un tasso di interesse; il *lending* può essere declinato in varie forme: il **peer-to-peer lending**, ove i prestatori possono decidere direttamente in quali progetti investire, attraverso **prestito a privati (P2P) o a imprese (P2B)**; o il **social**



42. Massolution 2015, *The crowdfunding industry report*.

43. Starteed 2017, *Il crowdfunding in Italia. Tutti i numeri e le piattaforme*: <http://bit.ly/2saldeJ>

lending ove le **piattaforme intermediano tra debitori e prestatori** diffusi che, in questo caso, non possono scegliere ex ante su che progetti investire;

b. *equity crowdfunding*, finalizzato alla **raccolta di capitale di rischio** di imprese; il finanziatore quindi partecipa e sostiene l'avvio o la crescita di un'iniziativa imprenditoriale beneficiando di potenziali futuri dividendi o plusvalenze.

Le piattaforme di crowdfunding permettono di rendere pubbliche e **condividere informazioni sul progetto da finanziare** e di **raccolgere quote di finanziamento, anche di piccola taglia, da un ampio numero di soggetti**. Una caratteristica intrinseca del crowdfunding è la **trasparenza**, in quanto i cittadini possono scegliere in modo diretto e disintermediato quali progetti sostenere e dove investire il proprio denaro.

Inoltre, grazie alla loro forte connessione con i social network, le piattaforme di crowdfunding facilitano:

- l'incontro tra domanda e offerta di finanziamento;
- la comunicazione di idee progettuali e l'aggregazione di interessi condivisi.

Lending crowdfunding

In Italia le piattaforme di *lending*, nella forma **P2B**, possono rappresentare un **utile strumento per il finanziamento di progetti locali attraverso prestiti a PMI attive sul territorio** e, potenzialmente, anche di iniziative di partenariato pubblico privato per lo sviluppo di infrastrutture e servizi urbani. Progetti di rilevanza locale potrebbero essere finanziati in tutto o in parte da un prestito distribuito tra un numero elevato di cittadini creditori che, in quanto tali, sarebbero coinvolti nell'iniziativa e beneficerebbero dei ritorni economici ad essa associati.

In Europa vi sono **numerosi esempi di piattaforme *lending* dedicate al settore energetico**, che permettono ai cittadini di investire in energie rinnovabili (fotovoltaico, eolico, biomassa) e, in misura inferiore, in efficienza energetica. Tali piattaforme hanno raccolto complessivamente circa €130 milioni per progetti con una taglia media superiore ai €700.000⁴⁴. Piattaforme come Abundance Generation, Lendosphere, Lumosono – caratterizzate da una forte missione ambientale e di partecipazione territoriale – permettono ai cittadini di investire in progetti energetici specifici o in società dedicate allo sviluppo di fonti rinnovabili. Per quanto riguarda la componente finanziaria, i rendimenti si attestano tra il 4 e il 7%.

In Italia si segnala la **piattaforma Terzovalore** (www.terzovalore.com), che consente a persone fisiche e giuridiche di prestare denaro in modo diretto a organizzazioni non profit.

44. Dati al 31/12/2015: Candelise, Chiara 2016, *The application of crowdfunding to the energy sector*, in: Vassallo, Walter (a cura di) 2016, *Crowdfunding for Sustainable Entrepreneurship and Innovation*, Hershey (PA): IGI Global.

Equity crowdfunding

In Europa, alcune **piattaforme di equity crowdfunding** hanno raccolto **capitale per comunità energetiche** (ove un insieme di cittadini diffusi condivide la proprietà e la gestione di impianti di energia rinnovabile) **o per finanziare il capitale di rischio di società impegnate nello sviluppo di energia rinnovabile**. Al 2015 tali piattaforme hanno raccolto oltre €22 milioni per progetti di valore medio intorno ai €730.000⁴⁵.

In Italia l'*equity crowdfunding*, disciplinato da Consob nel 2013 (delibera n. 18592 del 26.06.2013, pubblicata in G.U. 12.07.2013), è ad oggi un settore in crescita. Dopo timidi passi nei primi anni (al 2015 il totale raccolto era di circa €1,7 milione) 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 €230.000⁴⁶.

Ad oggi non esistono **in Italia** piattaforme di equity crowdfunding incentrate sul finanziamento di progetti sostenibili, sebbene sia **in fase di lancio una piattaforma, Ecomill, dedicata al settore energetico e ambientale**.

GLI STRUMENTI A IMPATTO DELL'UNIONE EUROPEA

A CURA DI RAFFAELLA DE FELICE, ADVOCACY OFFICER, SOCIAL IMPACT AGENDA PER L'ITALIA



Negli ultimi 20 anni, **la politica dell'Unione Europea ha supportato lo sviluppo e il rafforzamento dell'imprenditoria**, considerata come motore dello sviluppo economico, in grado di rendere l'economia europea sostenibile, inclusiva e innovativa. Alla base di questa politica vi è la convinzione che l'impresa possa creare **valore sociale oltre che economico**.

Il piano strategico **Europe 2020**, nell'iniziativa faro "**Innovation Union**", indica come priorità la necessità di **rispondere alla domanda di finanziamenti delle piccole e medie imprese** e prevede lo sviluppo di meccanismi che incentivino il settore privato a finanziare start-up e aziende a carattere innovativo.

In questo contesto, si inserisce lo **European Investment Fund (EIF)**, il più grande fondo di investimento di Venture Capital in Europa, i cui azionisti principali sono la Banca Europea degli Investimenti (BEI) e la Commissione Europea che hanno allocato nel fondo risorse per oltre €2 miliardi.

L'EIF, seguendo l'evoluzione del mercato della domanda di capitale, ha allargato il raggio di azione alle imprese sociali, considerate sempre più dall'Unione Europea un veicolo determinante per fornire risorse alternative per affrontare le nuove sfide so-

45. *Ibidem*.

46. Crowdfundingbuzz.it 2017, "Infografica mercato equity crowdfunding": <http://bit.ly/1UE3oh0>

ciali⁴⁷. **Nel 2013 il fondo ha lanciato il Social Impact Accelerator (SIA)**⁴⁸, uno strumento che mira a **sostenere esclusivamente le imprese sociali nella fase iniziale** dello sviluppo. L'acceleratore, in quanto fondo di fondi, offre investimenti in equity a fondi che operano nel settore dell'impact investing, consentendo di estendere il sostegno alle imprese sociali in tutta Europa.

Il SIA, oltre ad aumentare la disponibilità di finanziamenti per le imprese sociali, nasce anche con lo **scopo di rafforzare l'infrastruttura del mercato dell'impact investing** per rendere gli investimenti ad impatto una nuova asset class in grado di affermarsi in modo sostenibile sul mercato. Per questo motivo, tale strumento è accompagnato da un costante lavoro di condivisione di esperienze tra gli attori del settore e dalla stesura di linee guida utili a quantificare l'impatto sociale prodotto durante tutte le fasi dell'investimento.

Ad oggi, attraverso l'acceleratore, l'EIF ha investito in 9 fondi: tra questi vi è il fondo Oltre II⁴⁹, creato dall'imprenditore Luciano Balbo dopo la positiva esperienza del fondo Oltre I che in Italia ha finanziato interessanti progetti tra cui Per Micro, nell'ambito della microfinanza, Sharing srl, nel settore del social housing, e Società e Salute srl, come iniziativa di welfare integrativo. Il fondo Oltre II ad oggi ha raccolto circa €27 milioni, di cui €10 milioni provengono dall'investimento di EIF-SIA.

Più di recente l'EIF, nell'ambito del Piano Juncker, ha lanciato l'iniziativa **European Fund for Strategic Investments – Equity Instruments**⁵⁰ che mette a disposizione degli investitori un set di strumenti che agevola e rende meno rischiosi i finanziamenti all'imprenditoria sociale.

Nello specifico, l'EIF potrà operare: investimenti in fondi che sono legati ad incubatori e acceleratori, focalizzati principalmente sulle prime fasi di sviluppo delle imprese; co-investimenti con business angels, validi per ogni stadio di sviluppo dell'impresa; investimenti in schemi Payment-by-Results/Social Impact Bond (cfr. § 2.4, p. 32).

Partendo dal presupposto che gli imprenditori privati possono avere un ruolo sempre maggiore nel risolvere i problemi sociali, sia a livello globale che a livello locale, e che perseguire un obiettivo sociale non esclude la possibilità di un ritorno economico, l'Unione Europea sta diventando un potente catalizzatore per l'impact investing e tale politica avrà ripercussioni su tutto il mercato a livello globale.

47. La Commissione Europea definisce le imprese sociali come dei soggetti che offrono servizi e beni in modo imprenditoriale e innovativo, impiegando gli utili generati per raggiungere obiettivi sociali: http://ec.europa.eu/growth/sectors/social-economy/enterprises_it

48. http://www.eif.org/what_we_do/equity/sia/index.htm

49. Vecchi, Veronica, Casalini, Francesca, Cusumano, Nicolò e Brusoni, Manuela 2015, *Case Study - Oltre Venture: the first Italian impact investment fund*: <http://bit.ly/2ymjTXA>

50. http://www.eif.org/what_we_do/equity/efsi/

3.

Misurare l'impatto sociale e ambientale



Come evidenziato nel rapporto dell'Investment Leaders Group⁵¹, è essenziale comunicare informazioni dettagliate agli investitori (privati o istituzionali) per metterli nella condizione di determinare i risultati delle loro scelte di investimento. Ogni tipo di investimento produce effetti di carattere sociale e ambientale; ciò che caratterizza la strategia dell'impact investing è il fatto che gli esiti siano 1) intenzionalmente positivi e 2) misurati e rendicontati.

Gli impatti possono essere:

- **diretti**, se considerati a livello di singolo programma o intervento;
- **indiretti**, se considerati a livello di portafoglio di investimento.

Nel secondo caso, **l'impatto generato dal fondo** sarà costituito dalla **somma degli effetti prodotti dai titoli che lo compongono** nelle diverse classi di attivo, ponderati per il livello di esposizione e per il tempo di detenzione degli investimenti.

La misurazione degli impatti è un processo complesso, il cui elemento-chiave è la **disponibilità di dati**; in effetti, non sempre è possibile avviare il processo di misurazione "ideale"⁵², in grado di consentire un confronto con i risultati attesi dagli SDGs. Una delle sfide principali risiede nell'importanza di **coniugare dati quantitativi e qualitativi**. Una valutazione in termini esclusivamente monetari e/o finanziari dei singoli progetti – che implica l'attribuzione di valori economici ai risultati e il calcolo di indici di rendimento – potrebbe risultare non esaustiva. Può invece rivelarsi utile l'impiego di metodi di valutazione che facciano largo uso di **indicatori di risultato**, particolarmente adatti a valutare progetti con obiettivi sociali (es. una batteria di informazioni qualitative sintetiche che descrivono le condizioni chiave per l'attuazione dell'obiettivo).

Infine, occorre sottolineare che la misurazione d'impatto è un potente strumento di rendicontazione; tuttavia, è indispensabile affiancarle un'adeguata **strategia di comunicazione**, che tenga conto delle specificità degli obiettivi degli investitori e che valorizzi i risultati conseguiti.

3.1. MISURARE L'IMPATTO SOCIALE

Secondo la definizione adottata da Social Value Italia, per "**impatto sociale**" s'intende l'insieme degli "**effetti di lungo termine, positivi o negativi, primari o secondari, prodotti da un intervento di sviluppo, diretto o indiretto, voluto o involontario**". Questa definizione mette in luce:

- la necessità di prendere in considerazione **ogni effetto, non soltanto quelli attesi**;
- il **carattere positivo e negativo degli effetti**;

51. Investment Leaders Group (ILG) 2017, *In search of impact. Measuring the full value of capital.* <http://www.cisl.cam.ac.uk/publications/publication-pdfs/impact-report.pdf>

52. *Ibidem.*

- la **relazione causale “intervento-effetto”**;
- la **complessità delle connessioni esistenti** tra gli interventi;
- la **dimensione temporale di lungo periodo**⁵³.

Misurare gli impatti significa dunque stabilire delle connessioni causali tra l'attività implementata e gli effetti osservati, analizzando se e in che misura questi ultimi sono riconducibili all'attività e/o ad altre cause.

Nelle diverse fasi di pianificazione, implementazione e valutazione/misurazione dei risultati, il quadro teorico a cui in genere si fa riferimento per la misurazione degli impatti sociali è la cosiddetta **“teoria del cambiamento”**⁵⁴. Essa prevede:

1. definizione di obiettivi di lungo periodo;
2. definizione di obiettivi intermedi;
3. descrizione delle attività necessarie per realizzare i cambiamenti sociali identificati.

Per quanto riguarda i modelli di misurazione utilizzati dagli investitori occorre precisare che vengono presi in considerazione non tanto i singoli effetti, bensì le **aree di impatto** (cfr. Capitolo 4). Come già sottolineato, per poter definire un investimento “impact” bisogna includere una valutazione degli obiettivi ambientali e sociali sia prima (ex ante) sia dopo (ex post) l'implementazione di una data attività o programma:

- la **valutazione ex ante** definisce gli impatti attesi;
- la **valutazione ex post** misura gli impatti generati da un'attività sui beneficiari dell'intervento.

Le valutazioni ex post sono in genere più onerose rispetto a quelle ex ante, poiché implicano la raccolta e l'analisi dei dati rispetto agli effetti (attesi e inattesi) prodotti dall'intervento⁵⁵.

Analisi controfattuale

Elemento cardine per misurare gli impatti sociali è l'analisi controfattuale, che si propone di **determinare in quale misura l'intervento** – piuttosto che altri fattori – **abbia contribuito al raggiungimento di un certo risultato**.

L'impatto viene quindi rilevato e definito come differenza tra ciò che è accaduto dopo l'implementazione di un'attività (**situazione fattuale**) e ciò che sarebbe accaduto se quella stessa attività non fosse stata realizzata (**situazione controfattuale**).

53. Definizione citata da Federico Mento, Segretario Generale di Social Value Italia, nell'ambito della sua relazione presentata al terzo incontro del Gruppo di lavoro avviato dal Forum per la Finanza Sostenibile, Milano & Roma, 6 luglio 2017.

54. <http://www.theoryofchange.org>

55. Cfr. intervento di Federico Mento, Segretario Generale di Social Value Italia, nell'ambito del terzo incontro del Gruppo di lavoro avviato dal Forum per la Finanza Sostenibile, Milano & Roma, 6 luglio 2017.

La maggior parte delle analisi controfattuali si fonda su approcci misti, di tipo sperimentale e quasi-sperimentale:

- **Approccio sperimentale**

Metodologia in cui si comparano gli effetti osservati nel gruppo di riferimento, che ha beneficiato dell'attività realizzata, con quelli di un gruppo di controllo con caratteristiche simili. L'assegnazione casuale delle persone ai due gruppi è considerata il metodo più affidabile.

- **Approccio quasi-sperimentale**

Se non è possibile costruire un gruppo di controllo di tipo casuale, si può optare per una composizione stabilita statisticamente, con l'obiettivo di rendere comparabili tra loro i due gruppi (di controllo e di trattamento).

Le principali metodologie e standard

Le metodologie e gli standard disponibili per misurare l'impatto sociale sono molteplici; per ogni progetto, pertanto, occorre scegliere il modello più adatto tenuto conto delle caratteristiche dell'attività da valutare, dei beneficiari e del destinatario della valutazione. Per esempio, se ci si rivolge alla Pubblica Amministrazione sarà opportuno evidenziare il risparmio di spesa generato dall'attività; se invece si conduce la valutazione per l'investitore privato, si dovrà esplicitare anche il rendimento (atteso o realizzato).

Tra gli strumenti più diffusi e accreditati a livello internazionale per la misurazione dell'impatto sociale rientrano:

- **Impact Reporting and Investment Standard (IRIS)**

Sviluppato a partire dal 2008 dal GIIN, l'*Impact Reporting and Investment Standard* (IRIS) consiste in una serie di **indicatori e metriche** che rendono possibile l'elaborazione di **report standardizzati** con l'obiettivo di incrementare trasparenza, credibilità e accuratezza nelle pratiche di misurazione degli impatti sociali. Gli indicatori sono a uso sia delle organizzazioni investite sia degli investitori, che possono identificare, valutare e comparare gli impatti generati dai progetti oggetto di finanziamento⁵⁶.

- **Social Impact Assessment (SIA)**

È una metodologia di misurazione dell'impatto sociale che intende analizzare, monitorare e gestire gli impatti sociali e ambientali (sia positivi che negativi), utilizzando **approcci di tipo statistico-econometrico**.

- **Social Return On Investment (SROI)**

Il *Social Return On Investment* (SROI) consente di **esprimere in termini monetari il valore sociale generato da un determinato intervento**. Si tratta

56. Per maggiori informazioni: <https://iris.thegiin.org/>

infatti di stimare, per ogni euro investito, quanti ne sono stati generati a livello di impatto sociale positivo.

La procedura che porta all'elaborazione dello SROI si articola in quattro fasi:

1. **ascolto degli *stakeholder*** (ossia delle organizzazioni finanziate) e **dei beneficiari** diretti delle attività condotte;
2. con l'ausilio di indicatori quantitativi e qualitativi, **valutazione di come e quanto le attività svolte (*output*) abbiano generato un cambiamento nella vita dei beneficiari (*outcome*)**;
3. **monetizzazione degli indicatori**;
4. rilevazione e **misurazione del cambiamento (*impact*)** generato dalle attività implementate.

Uno dei principali punti di forza dello SROI è la sua capacità di sintetizzare gli impatti sociali generati in un valore monetario. Tuttavia, è stato anche sottolineato come la procedura di riduzione a "valore economico equivalente" degli indicatori di *outcome* conduca necessariamente a risultati approssimati e, pertanto, non rappresentativi di tutti gli effetti osservati e misurati⁵⁷.

3.2. MISURARE L'IMPATTO AMBIENTALE⁵⁸

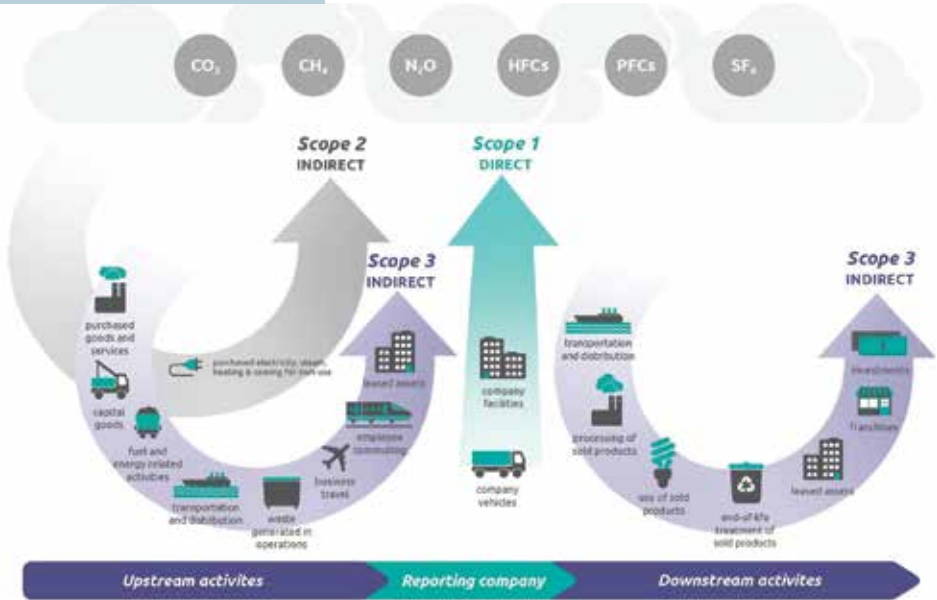
Per quanto concerne gli effetti ambientali degli investimenti, la maggior parte degli operatori concentra i propri sforzi sulla misurazione dell'impronta di carbonio (*carbon footprint*), vale a dire il calcolo delle tonnellate di CO₂ emesse dalle società inserite in portafoglio. Tuttavia, per rientrare nella categoria dell'*impact investing*, **gli investimenti devono essere realizzati con l'intento di generare conseguenze ambientali positive**: gli investitori "ad impatto" non possono limitarsi al monitoraggio e alla riduzione delle emissioni, bensì devono investire in imprese e istituzioni in grado di produrre effetti positivi dal punto di vista ambientale.

Per quanto riguarda il calcolo della *carbon footprint*, la classificazione più utilizzata è quella degli *Scope*, proposta dal Greenhouse Gas Protocol (grazie alla collaborazione tra il World Resources Institute e il World Business Council for Sustainable Development). Nello **Scope 1** sono comprese le emissioni derivanti da fonti di proprietà o controllate dall'impresa in oggetto (per esempio, i combustibili fossili bruciati per riscaldare gli edifici). Lo **Scope 2** include le emissioni connesse con l'energia che l'impresa acquista, anzitutto ai fini dei consumi elettrici (si tratta dunque di combustibili bruciati da terzi). Infine, lo **Scope 3** ingloba tutte le emissioni connesse all'attività dell'azienda che non rientrano né nello Scope 1 né nello Scope 2. Per esempio, fanno parte dello Scope 3 le emissioni relative alla mobilità dei dipendenti, alla catena di fornitura, all'utilizzo dei beni prodotti, ecc.

57. Vecchiato, Tiziano 2015, "Valutare l'impatto sociale con metriche adeguate", *Studi Zancan*, 5: <http://bit.ly/2y1qXNm>

58. Per un approfondimento sul tema della misurazione degli impatti ambientali degli investimenti si veda: Forum per la Finanza Sostenibile 2016, *Finanza sostenibile e cambiamento climatico*, cit.

FIGURA 5. Scope 1, Scope 2, Scope 3



Fonte: Carbon Trust

Quando negli accordi internazionali (es. l'Accordo di Parigi) viene citata la riduzione delle emissioni si fa riferimento anzitutto a quelle relative allo Scope 1. Sebbene le società possano essere ritenute responsabili anche per le emissioni incluse negli Scope 2 e 3 (la misurazione della *carbon footprint* include spesso lo Scope 2), occorre sottolineare che il processo di misurazione e rendicontazione dell'impronta di CO₂ per tutti e tre gli Scope può rivelarsi complesso. In effetti, già a partire dallo Scope 2 si presenta il problema del "doppio conteggio" (cfr. Figura 6), poiché le emissioni che per l'azienda di riferimento rientrano negli Scope 2 o 3 sono già conteggiate nello Scope 1 di altre aziende. La questione si complica ulteriormente quando si analizzano le emissioni di Scope 3.

Il problema del doppio conteggio delle emissioni

Per "doppio conteggio delle emissioni" si intende il fatto che una stessa quantità di carbonio sia calcolata più volte all'interno del processo di misurazione. Tale problema si pone soprattutto quando sono inclusi anche gli Scope 2 e 3, come riportato nella tabella seguente:

FIGURA 6. Come si verificano i doppi conteggi delle emissioni?

Categoria	Si verifica quando...	Esempio con due società in portafoglio, A e B
Produttore / Utilizzatore di energia	Scope 2 conteggiato	La società A produce energia elettrica (Scope1) acquistata dalla società B (Scope2)
Fornitore / Cliente	Scope 3 conteggiato	La società A utilizza beni che consumano energia o che emettono gas serra (Scope1) prodotti dalla società B (Scope3)
Prodotto / Componente	Scope 3 conteggiato	La società A vende motori (Scope3) per i veicoli prodotti dalla società B (Scope3)
Istituto di credito / Fornitore	Istituti di credito + Scope 3	L'auto venduta dalla società A (Scope3) è stata acquistata grazie a un prestito concesso dalla banca B (Scope3)

Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile da 2° investing initiative tabella citata in: Kepler Cheuvreux 2015

Asset class

Per quanto riguarda le società quotate, i dati relativi alle emissioni di CO₂ sono disponibili per la maggioranza delle imprese; **in genere, l'impronta di carbonio viene calcolata per gli investimenti azionari**. Il livello di emissioni della singola azione viene stabilito dividendo le emissioni complessive dell'impresa per il numero di azioni disponibili. Successivamente, il dato relativo alle emissioni della singola azione può essere "pesato" per il numero di quote detenute dall'investitore.

Investitori e data provider stanno elaborando **nuove metodologie di misurazione da applicare ad altre classi di attivo**, per esempio alle obbligazioni: ciononostante, il calcolo delle emissioni per ciascun titolo di debito risulta al momento problematico, anche perché non tutti i titoli sono pubblici.

Nel calcolo dell'impronta CO₂ di un **portafoglio multi-asset** sarà necessario prestare particolare attenzione al problema dei doppi conteggi (di una stessa impresa si possono detenere sia azioni sia obbligazioni) e ad altri problemi che non sono ancora stati risolti. La metodologia scelta, dunque, dovrebbe essere sufficientemente flessibile da adattarsi ai futuri cambiamenti nelle modalità di misurazione dell'impronta di carbonio.

Non solo CO₂: le altre dimensioni dell'impatto ambientale

L'impatto ambientale non si limita alle emissioni di CO₂, ma può essere misurato anche dal punto di vista del consumo di risorse idriche (impronta idrica), della deforestazione e attraverso quella che viene definita "**impronta ecologica**". Quest'ultimo parametro, introdotto nel 1996 da Mathis Wackernagel e William

Rees⁵⁹, misura la **domanda umana sugli ecosistemi** in termini di area terrestre e marittima biologicamente produttiva necessaria a generare le risorse che gli esseri umani consumano e ad assorbire i rifiuti prodotti.

Attualmente, la misurazione della CO₂ resta la pratica più diffusa tra gli investitori che intendono calcolare l'impatto ambientale dei loro portafogli. In effetti, i dati relativi al consumo idrico o alla deforestazione sono più difficili da reperire.

Impronta CO₂ ≠ impatto climatico

Per gli investitori "a impatto", che mirano a produrre effetti ambientali positivi, è essenziale considerare che **alcune società con un elevato livello di emissioni climalteranti possono fornire servizi essenziali dal punto di vista della mitigazione e/o dell'adattamento ai cambiamenti climatici**. Per esempio, le società attive in settori strategici come il trattamento delle acque reflue o il riciclo dei rifiuti non sempre presentano una bassa impronta di carbonio.

59. Wackernagel, Mathis e Rees, William 1996, *Our Ecological Footprint. Reducing Human Impact on the Earth*, Gabriola Island, BC (Canada): New Society Publishers.

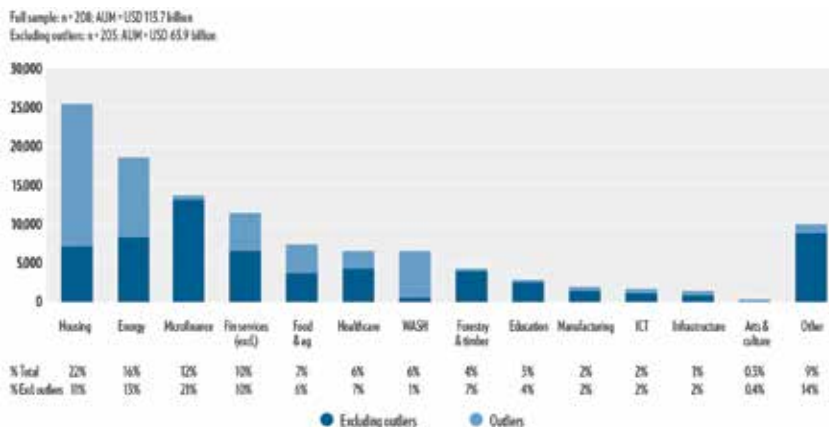
4.

Le aree di impatto



Come evidenziato nel rapporto 2017 del GIIN, le aree in cui si concentrano gli investimenti a forte impatto socio-ambientale sono: servizi abitativi, energia, microfinanza, inclusione finanziaria, cibo e agricoltura, assistenza sanitaria (cfr. Figura 7).

FIGURA 7. I settori di investimento



Fonte: GIIN 2017

Per quanto riguarda la **distribuzione geografica degli investimenti**, Stati Uniti e Canada risultano le regioni più attrattive con il 40% delle masse, seguite da Europa (14%), Africa sub-sahariana (10%) e America Latina-Caraibi (9%)⁶⁰.

Nelle pagine che seguono si propongono approfondimenti relativi ad alcune **aree di intervento** che, nell’ambito del Gruppo di Lavoro avviato dal Forum per la Finanza Sostenibile, sono state identificate come **prioritarie per lo sviluppo di un mercato dell’impact investing in Italia**.

4.1. HOUSING SOCIALE

Ampliare e migliorare l’offerta di **abitazioni accessibili alle classi medio-basse** e, allo stesso tempo, **efficienti dal punto di vista energetico** è oggi una delle priorità a livello globale, con conseguenti opportunità per investitori, gestori, assicuratori. Di seguito si riportano le principali problematiche (di natura sociale e

60. GIIN 2017, *Annual Impact Investor Survey*, cit.

ambientale) connesse all'attuale configurazione del mercato immobiliare, a partire dall'ipotesi che gli investimenti a impatto potrebbero ricoprire un ruolo di primo piano nel finanziare soluzioni alle sfide citate.

Aspetti sociali

È stato stimato⁶¹ che già a fine 2015 i **prezzi delle abitazioni nelle principali metropoli** si collocavano **ben al di sopra della capacità di spesa mediana** – problema che potrebbe aggravarsi considerato che entro il 2050 due terzi della popolazione mondiale vivrà in città.

Per quanto riguarda in particolare il **contesto europeo**, secondo i dati del rapporto 2015 di **Housing Europe**⁶² quasi 7,6 milioni di famiglie potrebbero trovarsi bloccate in una “terra mezzo”: troppo ricche per ottenere o mantenere un alloggio popolare, troppo povere per accedere al mercato immobiliare privato. Housing Europe denuncia così una sorta di trappola nei servizi abitativi (*housing trap*) legata a:

- affitti elevati;
- prezzi delle abitazioni in vendita ancor più alti;
- alloggi di edilizia pubblica insufficienti per rispondere al numero crescente di richiedenti.

In questo contesto, le principali sfide sociali riguardano⁶³:

• crisi generazionale

da un lato, **i giovani**: in alcuni Stati membri, la maggioranza dei giovani tra i 18 e i 34 anni vive ancora con i propri genitori (il dato raggiunge quota 66% in Italia, 58% in Portogallo, 55% in Spagna, 74% in Slovacchia);

dall'altro, **gli anziani e le persone con disabilità**: questi soggetti necessitano di soluzioni abitative in grado di rispondere anche a bisogni di cura e assistenza;

• **costi legati all'abitare non sostenibili** per un numero crescente di famiglie inestatarie di un alloggio, soprattutto nei paesi più colpiti dalla crisi economico-finanziaria e da fenomeni quali disoccupazione e precarietà lavorativa (es. Grecia), dove sempre più persone faticano a sostenere le spese legate alla loro abitazione;

• **scarsa qualità delle abitazioni** in diversi paesi dell'Europa centrale e orientale, malgrado i miglioramenti osservati negli ultimi anni: per esempio, in Romania un terzo delle abitazioni non è dotato di acqua corrente e soltanto il 65% degli alloggi è collegato alla rete fognaria;

61. López-Alcalá, Mario 2016, “The crisis of affordability in real estate. An investment case for housing in the middle of the pyramid”, *MSCI 2016*: <http://bit.ly/2dgdtaaQ>

62. Fondata nel 1988, Housing Europe è la Federazione europea delle cooperative e degli enti pubblici attivi in ambito di social housing. Si tratta di una rete di oltre 42 federazioni nazionali e regionali che forniscono servizi abitativi con particolare attenzione ai temi sociali.

63. Rielaborazione Forum per la Finanza Sostenibile da: Housing Europe 2015, *The State of Housing in the EU 2015*: <http://www.housingeurope.eu/resource-468/the-state-of-housing-in-the-eu-2015>

- **diminuzione di nuovi alloggi disponibili:** negli ultimi anni di crisi economico-finanziaria – con l'unica eccezione della Germania – in Europa sono stati costruiti meno edifici, sebbene la domanda di abitazioni sia in costante aumento. Per esempio, in Svezia saranno necessarie 436.000 abitazioni entro il 2020, ma gli obiettivi del governo non superano le 250.000 unità. Una pratica ancor più virtuosa rispetto alla costruzione di nuovi edifici è il recupero e la ristrutturazione dell'esistente, contrastando in questo modo il fenomeno del consumo di suolo;
- **polarizzazione sociale:** aumento delle persone senzate in tutto il continente e, contemporaneamente, aumento dei quartieri o abitazioni di lusso, con conseguente aggravamento del problema delle disuguaglianze socio-economiche;
- **aumento dei mutui in arretrato** che passano dal 66,4% nel 2004 all'81,8% nel 2012;
- **aumento dei flussi migratori** verso l'Europa e tra i paesi membri, che comportano un incremento della domanda di alloggi nei luoghi di destinazione.

Per quanto riguarda il **contesto italiano**, secondo i dati della Banca d'Italia⁶⁴, il mercato immobiliare è caratterizzato da una **predominanza di abitazioni di proprietà** (67%) rispetto a quelle in affitto (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. A livello europeo così come italiano, la **creazione di un mercato immobiliare in grado di rispondere ai bisogni emergenti** costituisce un **interessante opportunità per gli investitori**: si calcola infatti che i capitali necessari per adeguare l'offerta in termini di accessibilità economica ammontino a US\$502 miliardi all'anno entro il 2020, con un aumento del 7,3% dal 2015⁶⁵.

64. Dati citati da Marco Sangiorgio, Direttore Generale di CDP Investimenti Sgr, nell'ambito dell'audizione al Parlamento Europeo promossa da Fondazione Cariplo sul tema "Towards a sustainable and affordable Housing market in Europe: what to learn from the Italian model?".

65. *Ibidem*.

Aspetti ambientali

Il settore immobiliare rappresenta una delle principali fonti di CO₂: secondo un rapporto pubblicato da UNEP-FI⁶⁶, esso contribuisce annualmente a circa il 30% dei gas a effetto serra e consuma intorno al 40% dell'energia prodotta su scala mondiale. Gli investitori e i gestori immobiliari, pertanto, ricoprono un ruolo cruciale dal punto di vista delle possibili azioni di contrasto ai cambiamenti climatici.

I margini di riduzione dei consumi energetici nel comparto dell'edilizia sono **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 attuali⁶⁷.

Dal punto di vista finanziario, è stato calcolato che – in uno scenario di politiche climatiche ambiziose – **gli investimenti nell'edilizia** a livello mondiale dovranno passare dagli attuali US\$620 miliardi a US\$920 miliardi annui, con un **aumento del 50%**. Nel contesto europeo, dove larga parte dello sforzo sarà concentrato sull'esistente, gli investimenti nel giro di un decennio dovranno almeno triplicarsi, e addirittura quintuplicarsi in Italia⁶⁸.

Inoltre, occorre sottolineare che il settore immobiliare è fortemente esposto ai **rischi fisici**, con perdite dirette dovute alle **inondazioni** pari a US\$150 miliardi annualmente tra il 2002 e il 2012. È stato stimato che, entro il 2070, 150 milioni di persone nelle grandi città portuali saranno a rischio di inondazioni, che potrebbero danneggiare beni immobiliari per un valore di US\$35.000 miliardi – corrispondenti al 9% del PIL mondiale⁶⁹.

Tuttavia, malgrado l'urgenza del problema e la rilevanza dei rischi/opportunità per gli investitori, **l'integrazione del tema “cambiamento climatico” nelle scelte di investimento immobiliare** non è ancora una pratica diffusa. Per esempio, il 90% dei firmatari dei PRI che dichiara di investire nel settore immobiliare tiene conto dei criteri ESG nel monitoraggio e nella gestione delle proprietà ma, di questi, meno della metà misura le performance degli investimenti immobiliari dal punto di vista ambientale o sociale, e soltanto il 34% misura l'incidenza dei fattori ESG sui rendimenti finanziari⁷⁰.

La risposta del Social Housing

Nel contesto sopra citato, l'intervento nazionale / locale e la disponibilità di alloggi di edilizia residenziale pubblica (ERP) restano imprescindibili, poiché rivolti alla fascia più fragile della popolazione che non potrebbe sostenere canoni di affitto,

66. UNEP-FI 2016, *Sustainable real estate investment. Implementing the Paris climate agreement: an action framework*, p. 4: <http://bit.ly/1Rolf9v>

67. Silvestrini, Gianni 2016, *Due gradi. Innovazioni radicali per vincere la sfida del clima e trasformare l'economia*, Milano: Edizioni Ambiente, pp. 182-184.

68. *Ibidem*.

69. UNEP-FI 2016, *Sustainable real estate investment. Implementing the Paris climate agreement: an action framework*, cit., p. 5.

70. Usher, Eric 2016, “Real Climate Action”, *ESG Magazine*, Issue 3, Spring 2016, p. 8.

neppure se calmierati. Ciononostante, l'**housing sociale** può rappresentare la soluzione **per quanti** si collocano nella già citata “zona grigia”, poiché **non rientrano nei criteri di assegnazione delle case popolari e non riescono nemmeno a soddisfare i propri bisogni abitativi sul mercato immobiliare**⁷¹.

Inoltre, 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 (cfr. box). Il passaggio necessario è dunque quello **dalla semplice offerta di appartamenti a un'offerta immobiliare più complessa e completa**, che sappia affiancare **anche servizi di comunità e una gestione “sociale” dei condomini**, con spazi condivisi e incentivi ad avviare iniziative comuni.

Infine, 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 climalteranti. Come già rilevato, non è possibile scindere in modo netto impatti sociali, da un lato, e impatti ambientali, dall'altro: per realizzare pienamente obiettivi di natura sociale (es. fornire servizi abitativi di qualità a costi accessibili) è necessario mitigare le principali problematiche ambientali, anche per tutelare la salute degli abitanti per i quali i progetti di social housing sono pensati.

LA FONDAZIONE HOUSING SOCIALE



La Fondazione Housing Sociale (FHS) nasce nel 2004 allo scopo di sviluppare il **progetto “Housing Sociale” di Fondazione Cariplo**, finalizzato a realizzare interventi immobiliari di natura sociale, sperimentando nuovi approcci, con una progettazione integrata dei contenuti architettonici, economici e sociali. L'idea di base era di creare una piattaforma che promuovesse la conoscenza e la diffusione dell'housing sociale in Italia e rendesse sistematico – e quindi più virtuoso – questo tipo di intervento.

Al termine di un lungo periodo di studio e di analisi, FHS ha individuato nel **fondo immobiliare etico**, caratterizzato dalla disponibilità di capitale con un **orizzonte di medio/lungo periodo** e dal **rendimento calmierato**, lo strumento più adatto per realizzare progetti di housing sociale in Italia.

Il primo di questi fondi, Fondo Abitare Sociale 1, nasce nel 2007 e riesce a raccogliere €85 milioni (grazie al contributo di diversi investitori istituzionali quali Fondazione Cariplo, Cassa Depositi e Prestiti, Regione Lombardia, Intesa Sanpaolo, BPM, Generali, Cassa Italiana Geometri, Pirelli e Telecom) per realizzare progetti di housing sociale in Lombardia.

71. In Italia le persone che si trovano in tale situazione sarebbero oltre 9,5 milioni vale a dire il 15,5% del totale (Housing Europe 2015).

A seguito del successo di questo primo fondo, nel 2009 il Piano Nazionale di Edilizia Abitativa ha previsto l'attivazione di un Sistema Integrato nazionale e locale di fondi immobiliari (il **Sistema Integrato dei Fondi**) costituito ad oggi da un fondo nazionale, il **Fondo Investimenti per l'Abitare (FIA)**, del valore di oltre €2 miliardi, nel quale confluiscono risorse – esclusivamente di natura privata e in qualità di investimento – della Cassa Depositi e Prestiti (€1 miliardo), del Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti (€140 milioni) e di altri investitori privati (gruppi bancari, assicurativi, ecc.) per €888 milioni.

Il FIA è **gestito da CDP Investimenti Sgr S.p.A.** e investe il proprio patrimonio in quote di fondi immobiliari etici locali gestiti da altre società di gestione del risparmio, attraverso partecipazioni comprese tra il 40 e l'80%. La restante parte delle risorse dei fondi locali è coperta da investitori del territorio di riferimento, quali Fondazioni di origine bancaria, amministrazioni locali, aziende per la casa, operatori privati e del privato sociale. Sono poi le SGR locali a gestire tali fondi e a realizzare le singole iniziative di housing sociale.

Modello abitativo e progetto gestionale integrato

Il progetto gestionale integrato costituisce la struttura fondamentale della proposta progettuale di FHS: una progettazione declinata su più livelli, capace di fornire risposte concrete e adeguate in termini di spazio urbano e residenziale, di nuovi modelli abitativi, di nuove tecnologie, di integrazione e partecipazione. Un processo di sviluppo dei contenuti che riesca a coordinare le dimensioni rilevanti (economico-finanziaria, gestionale, sociale, architettonica e ambientale) all'interno di un disegno complessivo, articolato contemporaneamente nei seguenti contenuti:

- **pianificazione economico-finanziaria dei vari aspetti dell'intervento** (sviluppo immobiliare, aspetti sociali, ambientali e gestionali): ogni aspetto progettuale, di qualsiasi natura esso sia, viene inserito nel perimetro progettuale sulla base di una valutazione della sua sostenibilità, autonoma o anche sostenuta da sussidi esterni o interni al progetto;
- **gestione sociale degli immobili**: lo sforzo progettuale è per una parte molto importante dedicato alla promozione e all'accompagnamento di un soggetto che gestirà gli immobili e soprattutto la comunità che vi si insedierà, il c.d. gestore sociale;
- **definizione di un profilo di riferimento della comunità futura** che assicuri un mix sociale equilibrato;
- **progettazione dei servizi**: all'interno del progetto rientrano **a) servizi locali e urbani** che rafforzino le relazioni del nuovo intervento con il quartiere esistente e **b) servizi residenziali collaborativi** che favoriscano la formazione del senso di comunità e di appartenenza;
- **progettazione architettonica** con particolare focalizzazione sulla definizione degli spazi di relazione, interni ed esterni agli edifici, al fine di valorizzare la dimensione sociale dell'abitare e le relazioni con l'ambito nel quale si inserisce;
- **sostenibilità ambientale e stili di vita sostenibili**: viene elaborata una visione molto ampia del concetto di sostenibilità, che parte dall'efficienza energetica e punta all'incentivazione di stili di vita a impatto ambientale positivo;

- **coordinamento con le politiche comunali:** progettazione dell'intervento immobiliare sociale in partenariato con l'Amministrazione comunale per massimizzarne il coordinamento con le politiche per la casa;
- **avvio e accompagnamento:** previsione di una fase di accompagnamento per l'avvio e il consolidamento delle infrastrutture sociali della comunità; il progetto di start-up della comunità si struttura in un percorso che ha inizio circa sei mesi prima dell'inseadimento dei primi inquilini e finisce un anno dopo l'ingresso dei residenti nelle loro abitazioni; è un percorso che intende abilitare gli inquilini a progettare l'uso degli spazi comuni a loro disposizione e a definire le regole che li governeranno.

Il progetto di housing sociale interpreta il concetto di **sostenibilità a diversi livelli**, cercando di conseguire **equilibri di lungo termine nella dimensione sociale, economica e ambientale**, facendo principalmente leva su un approccio alla progettazione che cerca di incentivare stili di vita che contribuiscano alla riduzione degli sprechi.

Un progetto manifesto: Cenni di Cambiamento (Milano, 2013)



Alcuni dati salienti:

- 122 alloggi
- Servizi residenziali per persone vulnerabili gestiti da enti del terzo settore
- Residenza temporanea per giovani (foyer)
- 850 mq per attività commerciali
- 250 mq per servizi integrativi all'abitare
- 1.800 mq per servizi locali e urbani, inclusi gli spazi della cascina Torrette di Trenno, che ospita un centro culturale e di arti performative
- Struttura in legno con elementi in Xlam
- Classe energetica A
- Inizio lavori: 2012
- Primo trasloco inquilini: 2013
- Costituzione associazione degli inquilini: 2014

LE BANCHE DI CREDITO COOPERATIVO PER L'HOUSING SOCIALE

A CURA DI CLAUDIA GONNELLA, UFFICIO SVILUPPO RETI E TERRITORI, FEDERCASSE -
FEDERAZIONE ITALIANA BANCHE DI CREDITO COOPERATIVO CASSE RURALI ED ARTIGIANE



Tra i progetti di social housing attivati in Italia, ve ne sono alcuni che hanno visto il coinvolgimento diretto delle Banche di Credito Cooperativo (BCC⁷²).

In Friuli Venezia Giulia, il fondo della **Federazione regionale delle BCC**, in collaborazione con il Fondo Housing Sociale gestito da Finint SGR, sta investendo nella creazione di 300 nuovi alloggi destinati alla vendita convenzionata. Di queste, 20 abitazioni sono state già assegnate e molte altre saranno presto disponibili per chi desidera avere accesso al credito per l'acquisto.

Cassa Rurale di Treviglio (BG) ha destinato €2,5 milioni al progetto di housing sociale. Una parte del contributo è stata indirizzata alla ristrutturazione del patrimonio immobiliare – sito nel centro di Treviglio – della SECO (Società Edificatrice di Case Operaie), in modo da portare il numero degli appartamenti da 100 a 120, da destinare in via prioritaria a persone anziane che vivono sole. L'altra parte del contributo è stata fornita alla Fondazione Cassa Rurale per la ristrutturazione e l'ampliamento della cascina "Corte di Sopra" nella frazione trevigliese di Castel Cerreto, e la realizzazione di 20 appartamenti per anziani e giovani coppie. Dal primo luglio la BCC di Treviglio sistemerà una parte dei locali di sua proprietà per poi darli in gestione al Comune. L'obiettivo è di creare una "microcomunità solidale" che consenta l'instaurazione di rapporti di buon vicinato, oltre alla creazione di un "portierato sociale" mediante un bando.

Dal 2015 nelle Marche è attivo il Fondo CIVES partecipato per il 60% dal Fondo Investimenti per l'Abitare (FIA) e per il 40% da investitori istituzionali del mondo della cooperazione, che sostengono il progetto di Social Housing nelle Marche, tra cui TKV, Labirinto, COOSS Marche, L'Operosa, Habitiamo, Coopfond e le **Banche di Credito Cooperativo di Fano, Pesaro e Recanati**. Il Fondo permetterà di realizzare un piano di investimenti che prevede lo sviluppo e la gestione di 11 iniziative immobiliari, tutte localizzate nel territorio della Regione Marche, per un totale di circa 180 alloggi sociali ed una struttura sociosanitaria con 140 posti letto.

4.2. SERVIZI DI WELFARE

A partire dagli anni Settanta una molteplicità di fattori socio-demografici ed economico-finanziari ha contribuito a determinare **la crisi del modello tradizionale di Welfare State** – inteso come l'insieme delle istituzioni nazionali preposte al contrasto delle vulnerabilità dei cittadini – rendendo necessaria una profonda ridefinizione di

72. Gonnella, Claudia e Cerlenco, Silvia 2017, *Finanza ad impatto sociale*, 11° Quaderno della Fondazione Tertio Millennio Onlus, Roma: Ecra.

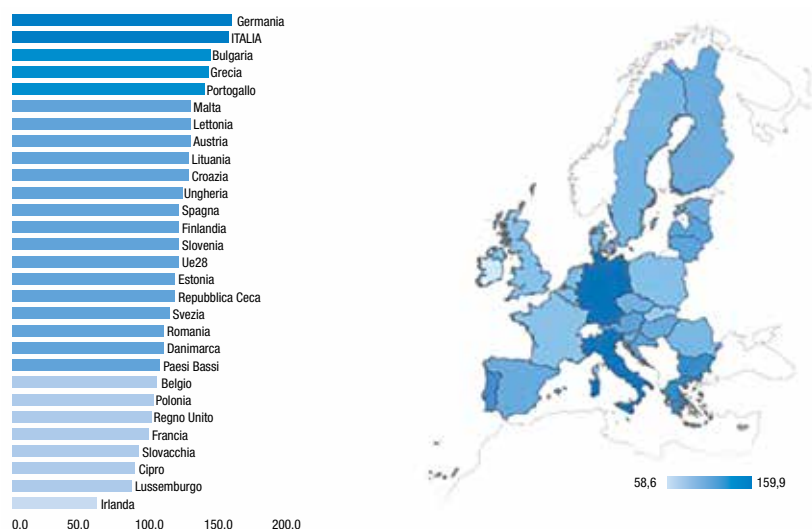
strutture e processi di funzionamento, a livello sia europeo, sia nazionale.

Invecchiamento della popolazione

Per quanto riguarda il settore sociosanitario, uno dei principali **fattori demografici** che ha contribuito a **generare criticità** nei sistemi tradizionali è rappresentato dall'**invecchiamento della popolazione**: in Italia i cittadini ultrasessantacinquenni sono 13,2 milioni, pari a oltre 21,7% della popolazione; nel 2065 questa percentuale è attesa al 33%. Il nostro paese è il secondo in Europa, dopo la Germania, per numero di anziani, con un indice di vecchiaia al 1 gennaio 2015 pari al 157,7%, quasi 40 punti percentuali sopra la media europea (121%)⁷³.

58

FIGURA 8. L'invecchiamento della popolazione in Europa



Fonte: ISTAT, "Noi Italia 2015"

L'invecchiamento della popolazione comporta due conseguenze principali per il sistema sociosanitario:

- **cittadini in media più anziani** e dunque tendenzialmente **non autosufficienti** e bisognosi di assistenza domiciliare;
- pazienti sempre più affetti da **malattie croniche**.

Questa situazione richiede allo Stato di **incrementare lo stanziamento di risorse per servizi di assistenza continuativa**: tra il 2005 e il 2014 la spesa pubblica per

73. ISTAT 2015, "Noi Italia. 100 statistiche per capire il paese in cui viviamo": <http://bit.ly/2goEmUk>

long-term care destinata a over-65 non autosufficienti è passata da €15,4 a €20,5 miliardi – pari all'1,27% del PIL⁷⁴.

Tuttavia, nonostante la spesa pubblica aumenti marginalmente, **la porzione di beneficiari dei servizi risulta in calo**: per quanto riguarda i trasferimenti monetari – che rappresentano lo strumento principale dell'intervento pubblico nel sistema di cura italiano – nel periodo 2010-2013 si è registrato un aumento del 5% della spesa pubblica per indennità di accompagnamento agli over-65, a fronte di una contrazione dei beneficiari pari allo 0,7%⁷⁵.

L'incremento dei **fenomeni migratori verso i paesi europei** costituisce un ulteriore fattore di criticità per le strutture sociosanitarie nazionali, chiamate a garantire ai migranti un adeguato accesso a servizi e percorsi di tutela.

In questo scenario, i **tagli alla spesa pubblica connessi ai vincoli di bilancio** hanno comportato:

- una **minore capacità dello Stato di coprire le spese sanitarie e assistenziali**;
- un **impoverimento della qualità e la restrizione dell'accesso ai servizi pubblici**, con conseguente aumento del ricorso alle strutture e alle prestazioni del sistema privato;
- un **incremento della spesa sanitaria cosiddetta *out-of-pocket***, ossia a carico alle famiglie.

Conciliazione vita-lavoro

La conciliazione delle esigenze di vita e di lavoro è divenuta con il tempo uno dei bisogni più rilevanti nelle società industrializzate. **In Italia**, a fronte della carenza di servizi pubblici adeguati (es. per l'infanzia e per gli anziani non autosufficienti), le **reti di solidarietà familiare** svolgono un ruolo di primaria importanza, generando però un **sovraccarico per le famiglie e, in particolare, per le donne** – con ricadute negative sull'occupazione femminile.

Le carenze del settore pubblico hanno attivato importanti iniziative da parte di attori privati, come i piani di welfare implementati dalle aziende per i propri dipendenti, i servizi di conciliazione per imprese e cittadini erogati dalle cooperative o i programmi delle banche territoriali a supporto di aziende e attori del Terzo Settore. Un valido supporto nella conciliazione tra tempi di vita e lavoro può giungere anche da iniziative innovative di “welfare comunitario”.

Partenariati pubblico privato e impact investing

Per fornire risposte adeguate ai nuovi bisogni della popolazione tenendo conto dei vincoli di bilancio delle finanze pubbliche risulta cruciale **superare un modello di Welfare State fondato sulle erogazioni monetarie** (pensioni, sussidi, ecc.) **e sull'offerta di servizi standardizzati**.

Le forme d'intervento più efficaci si configurano, al contrario, come **partena-**

74. Fonte: elaborazione IRCCS-INRCA su dati Ragioneria generale dello Stato (vari anni) e ISTAT (2015).

75. Fonte: elaborazione IRCCS-INRCA su dati Ragioneria generale dello Stato (vari anni) INPS e ISTAT (2015).

riati/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**, offrendo sul territorio di riferimento servizi adattati ai bisogni specifici dei cittadini. Applicato al trattamento delle malattie croniche, per esempio, questo tipo di strategie consente di evitare ricoveri impropri, migliorando così l'efficacia delle terapie e consentendo, al tempo stesso, un risparmio per il servizio sanitario nazionale.

In tale contesto, vi sono **ampie opportunità di investimento per la finanza ad impatto**. Da un lato, questa strategia favorisce il flusso di capitali privati a sostegno dell'implementazione di programmi sociosanitari; dall'altro, la misurazione e la rendicontazione dell'impatto sociale degli interventi (cfr. Capitolo 3) può contribuire a garantire efficacia e sostenibilità finanziaria degli interventi.

In particolare, il rapporto *Modelli di risposta ai nuovi bisogni sociali e possibili scenari di riforma*⁷⁶ promosso da Social Impact Agenda per l'Italia declina il contributo dell'impact investing al sistema di welfare (di cui il settore sociosanitario è parte) in cinque azioni:

- 1. migliorare - scalare**, ossia correggere le inadeguatezze dei servizi già erogati dal sistema pubblico (es. l'eccessiva standardizzazione e la difficoltà di accesso);
- 2. allineare - correggere**, ossia individuare la forma più adeguata di aiuto, per evitare il rischio di vanificare l'impiego delle risorse (es. non sempre i trasferimenti monetari sono la risposta più adatta, come mostra il gradimento verso il welfare aziendale che è spesso preferito ai premi di produttività);
- 3. coordinare - integrare**, ossia introdurre sinergie, integrazioni e forme dirette di collaborazione tra diversi attori per affrontare problemi complessi;
- 4. prevenire - sbloccare**, ossia generare futuri risparmi, investendo in programmi di prevenzione, soprattutto in ambito sanitario;
- 5. innovare - sperimentare**, trasferendo, parzialmente o totalmente, i rischi finanziari e politici connaturati alle innovazioni verso soggetti (es. Fondazioni) più disponibili a farsene carico rispetto alle pubbliche amministrazioni.

Nel rapporto sopra citato, il curatore Giulio Pasi propone anche una riflessione in merito al rischio di privatizzazione o finanziarizzazione del welfare, sottolineando che la strategia dell'impact investing può essere perseguita:

con l'idea di una più o meno graduale dismissione del ruolo dello Stato nell'erogazione di determinati servizi (il celebre movimento di "hollowing out"), dunque una sorta di delega di responsabilità sulla linea tradizionale dei processi di privatizzazione, oppure può essere vista come processo esattamente contrario, ossia un ritorno del ruolo pubblico come soggetto garante della qualità dei servizi erogati, siano essi erogati direttamente o attraverso service provider privati o non profit⁷⁷.

76. Pasi, Giulio 2016 (a cura di), *Modelli di risposta ai nuovi bisogni sociali e possibili scenari di riforma*: <http://bit.ly/2sTiDwr>
77. Ivi, p. 41.



Crisi irreversibile?

Le **attuali criticità** prefigurano un **progressivo declino di welfare**. Il concorso della spesa privata alle risposte pubbliche sociosanitarie cresce inesorabilmente. Il livello di guardia è la parità tra spesa privata e pubblica mentre la fiducia sulla protezione pubblica è già messa a dura prova. Ma cosa può esserci oltre il welfare che conosciamo? Non certo quello che si è già tentato: **pratiche difensive, razionalizzazione, razionamento**. In vent'anni queste pratiche non hanno vinto, non hanno dato i risultati sperati, hanno accelerato il declino.

Chi lavora nel welfare tradizionale pensa all'assistenza tradizionale (sociale, sanitaria, sociosanitaria) **e all'erogazione di servizi**. Pensa al consumo di risorse e a non al loro possibile rendimento sociale ed economico. Sono talenti a disposizione gestibili senza subire la domanda incrementale, aggiungendo valore alle risorse in input con pratiche generative, capaci di valorizzare l'incontro tra diritti e doveri, tra bisogni e capacità. Dove si sta adottando questa opzione i potenziali si concentrano sul **"concorso al risultato"** e sulle **"Azioni a Corrispettivo Sociale" (ACS)**. L'espressione identifica quelle attività che comportano il coinvolgimento attivo e responsabilizzante del soggetto destinatario di interventi di sostegno, definito Attore di ACS, finalizzato a **rafforzare i legami sociali**, a favorire le persone deboli e svantaggiate nella **partecipazione alla vita sociale**, a promuovere a vantaggio di tutti il patrimonio culturale e ambientale delle comunità e, in generale, ad accrescere il capitale sociale locale e nazionale. Le ACS favoriscono il **passaggio da pratiche assistenziali a pratiche generative, che cioè valorizzano le capacità anche residue di ogni persona**, evitando che il bene personale e sociale restino separati. In questo modo il "concorso al risultato" non dipende soltanto dall'azione professionale ma anche dall'azione sociale solidale di chi, per libera scelta, aiuta ad affrontare i problemi, incrementando l'efficacia possibile e il rapporto costo/efficacia delle azioni di welfare.

Il rendimento generativo può essere misurato e valutato?

Tecnicamente è un problema di metriche, da maneggiare con cura, in modi non convenzionali per misurare il rendimento e l'impatto generativo. Insieme ci mettono in grado di condividere il valore conseguito e rimettere in corsa la fiducia necessaria allo sviluppo sociale. È una sfida che la **Fondazione Zancan** sta affrontando su terreni difficili: **la lotta alla povertà, le pratiche sociosanitarie, la riabilitazione, la non autosufficienza**. In quest'ultimo caso il pensiero tradizionale si concentra sui costi incrementali (+1,7 di Pil nel 2060). Ma curare e prendersi cura significa anche occupazione di welfare, economia dei servizi alle persone, convivere attivamente con la cronicità. Abbiamo misurato il **potenziale generativo liberabile con pratiche "ACS"**. Le indicazioni di un test di fattibilità ci dicono almeno "6 volte tanto", cioè ad ogni ora professionale hanno fatto seguito 6 ore di

azione positiva non professionale a vantaggio proprio e di altri. Se questo risultato fosse generalizzato potremmo **ottenere/generare 6 volte le risorse conferite in input**.

La perdita può essere stimata?

Il risultato ci ha spinto a misurare anche il contrario, stimando in un altro setting la **perdita da mancata valorizzazione delle capacità e/o da mancate pratiche ACS**. Il risultato “mai nato” è stato 5,5 volte più del valore conferito in input. Sono indici che si specchiano al punto da far pressoché coincidere l'indice moltiplicativo generativo di 6 volte con il suo contrario, il mancato valore conseguito da pratiche tradizionali che accumulano una perdita progressiva, pur operando in modo “appropriato”. Le **pratiche non ACS** rimandano infatti a un **agire esecutivo** che rinuncia al proprio effetto moltiplicatore. Abbiamo posizionato questi valori in uno scenario più grande: la spesa pubblica e privata sociosanitaria per la non autosufficienza nella Regione Veneto. A fronte di una spesa pubblica di circa €1 miliardo e 600 milioni, abbiamo stimato quella privata in €1 miliardo e 500 milioni, di cui 500 milioni in nero. È un'anomalia strutturale in un sistema di welfare con buona reputazione e buona organizzazione “tradizionale”, ma con risultati insoddisfacenti che costringono molte famiglie ad auto-organizzarsi per produrre in proprio quello che non trovano a costi sostenibili.

Conviene valutare l'impatto sociale?

La convenienza delle pratiche generative ha bisogno di essere incentivata con **soluzioni capaci di remunerare gli investitori e gli attori di ACS**. Il welfare generativo incoraggia l'incremento di valore sociale ed economico valorizzando le persone, credendo in loro, condividendo l'eccedenza generata. Per questo abbiamo verificato questa possibilità con altri test, ad esempio valutando esperienze innovative nell'economia sociale. Agli indici classici di bilancio economico e sociale abbiamo associato: 1) indici statisticamente legati a minore occupabilità (genere, svantaggio sociale, fragilità, esclusione) e 2) indici di sviluppo del capitale relazionale e di sostenibilità delle *performance*. Le metriche adottate si sono rivelate sensibili e coerenti con gli “oggetti” da misurare, utilizzando indici diretti, non proxy (approssimativi) per valutare la generatività, il costo/efficacia, l'impatto sociale. Sono anche emerse **soluzioni per meglio indicizzare il rendimento economico e sociale di tipo “generativo”**, in funzione di una più adeguata remunerazione degli aventi interesse. Tale processo è necessario in un quadro in cui le potenziali risorse a disposizione sono troppo ostacolate da un presente incapace di guardare oltre sé stesso.

4.3. SERVIZI EDUCATIVI

A cura di Rodolfo Fracassi, Managing Director, MainStreet Partners
ed Enrico Lo Giudice, Research Associate, MainStreet Partners

L'istruzione è uno dei principali fattori di ricchezza di un paese. Nella teoria economica, il concetto di crescita è fortemente influenzato dal fattore "istruzione". Come ricorda Robert J. Barro, professore di macroeconomia ad Harvard, vi è una correlazione diretta tra livello di istruzione, qualità del capitale umano e capacità di generare innovazione tecnologica, produzione efficiente e ricchezza re-distribuibile. **Investire nell'istruzione** significa quindi finanziare lo sviluppo umano, tecnologico e produttivo d'interesse comunità locali e aggregati urbani. In altre parole, significa **generare tangibilmente un impatto positivo sulle giovani generazioni, sulla società e anche sull'ambiente**, in quanto l'innovazione tecnologica può orientarsi verso la generazione di impatti ambientali, oltre che economici, positivi.

Non sorprende, dunque, che le Nazioni Unite abbiano inserito l'accesso all'istruzione tra i principali Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) da realizzare entro il 2030. A partire dalle statistiche della Banca Mondiale e dell'UNESCO, è possibile analizzare la relazione studiata da Barro (cfr. Figure 9-12, pp. 67-68).

Investire nell'istruzione: opportunità, rischi ed impatto

Ancora oggi **2,5 miliardi di persone sono escluse dal sistema educativo** e nelle aree in via di sviluppo si trova un livello di alfabetizzazione degli adulti molto basso. Il tasso di partecipazione alla scuola primaria e secondaria riflette tale dato, così come il numero di bambini che non terminano gli studi elementari. In aree come l'Africa Sub-sahariana, solo il 60% della popolazione adulta è in grado di leggere testi semplici e scrivere un numero molto limitato di parole; solo il 30% ha accesso a scuole secondarie e oltre il 21% dei bambini non completa nemmeno la scuola primaria. Inoltre, secondo l'OECD e l'UNESCO anche quando vi sono strutture pubbliche, gli insegnanti sono in media assenti per circa il 47% del tempo e generalmente manca l'elettricità o l'acqua potabile nelle strutture scolastiche. Per fare un paragone, nella zona Euro, l'1% della popolazione non sa leggere e scrivere e non conclude le scuole elementari; solo il 7% non frequenta scuole secondarie e l'assenteismo degli insegnanti è un problema marginale.

Come mostrano queste statistiche, **paesi in via di sviluppo e paesi sviluppati hanno differenti gap da colmare:**

- **paesi in via di sviluppo**

la sfida è favorire l'accesso all'istruzione primaria e secondaria per tutti coloro che hanno un reddito medio-basso, senza dimenticare le popolazioni che vivono in aree rurali o che hanno specifiche necessità;

- **paesi sviluppati**

l'accesso ai servizi d'istruzione presenta barriere consistenti da un punto di vista economico per quanto concerne l'educazione universitaria d'eccellenza,

intesa come accesso a corsi di alta formazione universitaria (i.e. MA, MSc, MBA) e corsi di dottorato (PhD, post doc.).

Le opportunità

Gli investimenti ad impatto sociale possono ricoprire un ruolo fondamentale per il progresso educativo nei diversi contesti sopra menzionati. Guardando ai vari settori di intervento degli **investimenti ad impatto sociale**, ad oggi **l'istruzione** rappresenta sicuramente una sfida importante, ricca di opportunità, ma allo stesso tempo resta ancora **sotto-rappresentata** rispetto ad ambiti come per esempio la microfinanza o l'alimentazione sostenibile. Secondo i dati del Global Impact Investing Network, gli investimenti in istruzione rappresentano tra il 4% ed il 5% del totale degli investimenti ad impatto realizzati nel 2016.

64

I rischi

Gli investimenti nei sistemi educativi racchiudono anche complessi rischi. 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, rendendolo sostenibile economicamente per un operatore privato. Nel caso dell'educazione primaria e secondaria gli utenti non sono abituati a pagare un prezzo (se non minimo) per il servizio; mentre per l'educazione privata a livello universitario e post-laurea solitamente la disponibilità di borse di studio è legata a donazioni e meccanismi filantropici. Oltre a queste difficoltà esistono oggettive barriere all'ingresso e alla creazione di un segmento di mercato legate a:

- regolamentazione (es. mancanza di trasparenza e accessibilità ai dati sui costi sostenuti dalla Pubblica Amministrazione per l'istruzione; assenza di definizione dei criteri di eligibilità per le attività finanziabili);
- necessità di allinearsi ai programmi riconosciuti dai Governi;
- necessità di ingenti capitali per avviare progetti credibili e scalabili.

Queste caratteristiche intrinseche del settore hanno rappresentato fino ad oggi una barriera difficile da superare. 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 (cfr. box).

Recenti ricerche dimostrano che oltre il 50% degli investitori ad impatto è attratto da questo settore; generalmente si investe in diverse classi di attivo, come ad esempio l'azionario e l'obbligazionario diretto, sia liquido che illiquido. L'educazione è uno dei temi dell'impact investing più importanti perché rappresenta la soluzione più diretta ed efficace per risolvere le grandi sfide sociali e ambientali.



Di seguito riportiamo tre casi d'investimento nel settore dell'istruzione estremamente rappresentativi per il tipo di investimento, per i servizi effettuati e per la localizzazione geografica. Il primo caso è quello di Bridge Academies International, azienda privata che fornisce servizi scolastici primari e secondari in Africa Sub-sahariana; il secondo è Kroton Educational, azienda quotata che offre servizi educativi secondari e universitari in Brasile; il terzo è Prodigy Finance, emittente di obbligazioni volte a finanziare i programmi di perfezionamento post universitario (i.e. MBA) nei paesi sviluppati.

Bridge International Academies - Private Equity

Un esempio d'**investimento azionario illiquido** in istruzione è rappresentato da Bridge International Academies. Bridge è una **catena di scuole private** che con soli **6 dollari al mese** fornisce servizi educativi di elevata qualità a bambini che vivono in aree rurali in Kenya, Liberia, Nigeria, Uganda ed India. Bridge dà la concreta possibilità di accedere a scuole primarie e secondarie alle popolazioni che vivono con circa 2 dollari al giorno e lottano costantemente contro la povertà. Attualmente forma oltre 100.000 bambini ogni giorno e lavora fianco a fianco con le comunità locali, gli insegnanti e i genitori degli studenti. Bridge ha attratto l'interesse di numerosi investitori istituzionali e privati, tra i quali IFC, LGT, Bill Gates, Mark Zuckerberg.

Kroton Educational - Public Equity

Il Brasile, insieme a Russia, India e Cina, era stato scelto nel 2001 tra i paesi emergenti più promettenti del mondo. Oltre ad un ciclo economico molto positivo, il gigante sudamericano aveva al proprio interno una classe media emergente estremamente desiderosa di studiare e di perfezionare le proprie conoscenze. A tale proposito, vi erano tutte le condizioni affinché l'istruzione si trasformasse in uno dei motori della crescita economica del paese poiché il governo decise di supportare gli operatori in grado di offrire servizi educativi alle classi meno abbienti e medie. In questo contesto favorevole all'istruzione si affermò Kroton Educational, la **società di istruzione privata più grande al mondo**. Nata nei quartieri popolari di Belo Horizonte nel 1966, ora Kroton fornisce corsi secondari e universitari a circa **1,9 milioni di studenti in tutto il paese**. Il target dell'azienda sono **studenti a medio e basso reddito**, spesso raggiunti con corsi a distanza effettuati telematicamente. Con un RoE del 14%, una crescita media delle revenue del 5% negli ultimi tre anni ed un dividendo del 3%, Kroton è un'**azienda attraente non solo dal punto di vista dell'impatto sociale**.

Prodigy Finance - Private Bond

Se nei paesi in via di sviluppo il problema è l'accesso all'educazione primaria, nei paesi sviluppati 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 con scadenze variabili** e con rendimenti che risultano appetibili per una vasta platea di investitori responsabili. Il capitale è utilizzato per **finanziare gli studi dei migliori studenti** e per tale ragione Prodigy Finance permette di comporre un **portafoglio diversificato ad alto impatto sociale con ritorni finanziari interessanti**.

Misurare l'impatto sociale degli investimenti in istruzione

L'impatto di aziende come Bridge, Kroton, Prodigy (cfr. box), è cruciale per la vita degli studenti, delle loro famiglie e delle loro comunità. L'investitore responsabile avrà pertanto la possibilità di **misurare, oltre alla performance finanziaria, anche il ritorno sociale del proprio investimento**. Vi sono molteplici metriche utili per stimare l'impatto degli investimenti in istruzione, come ad esempio il numero dei nuovi studenti iscritti, degli studenti finanziati, di certificazioni ottenute, il tasso di presenza degli insegnanti o il numero degli studenti che non hanno abbandonato la scuola rispetto agli anni passati.

Citando il caso di Bridge, l'azienda riesce a formare giovani studenti in grado di ottenere i migliori risultati. In Kenya, ad esempio, gli studenti di Bridge hanno voti in media più alti dei loro colleghi delle altre scuole locali e soprattutto ben 3 bambini su 4 dal terzo anno in avanti arrivano vicino al voto complessivo di 300 a cui in generale arriva in Kenya solo un bambino su 5.

Investimenti in istruzione: da nicchia a mercato

Come ci mostrano i casi precedentemente descritti (cfr. box), gli investitori responsabili possono generare **importanti ritorni di impatto** e perseguire **performance finanziarie soddisfacenti anche in** un settore cruciale come quello dell'**istruzione**. Le iniziative e gli investimenti privati giocano un ruolo fondamentale poiché intervengono su quei vuoti che nessun governo o entità filantropica è in grado di colmare individualmente. Per questa ragione è **cruciale che si sviluppi un ampio mercato** in grado di supportare la **crescita dell'offerta di servizi educativi di alta qualità a prezzi accessibili e concorrenziali**, soprattutto nelle aree in cui vi è un basso tasso d'istruzione.

Come è avvenuto in altre industrie nel passato (i.e. energie rinnovabili), è essenziale che vi sia un coordinamento ed una strategia condivisa con il legislatore, le banche di sviluppo, gli enti sovra-nazionali ed il settore del credito affinché l'industria dell'istruzione possa diventare efficiente ed in grado di generare i propri benefici, in primis agli studenti, alle loro famiglie ed agli investitori. È essenziale che l'industria passi da "nicchia" a "mercato", da "caso isolato" a "norma".

L'istruzione necessita quindi di investitori responsabili, che trovino la possibilità di realizzare i propri obiettivi di impatto e finanziari. In questo caso il fine ultimo è fondamentale, ovvero offrire un futuro dignitoso alle nuove generazioni.

QUALCHE DATO - SERVIZI EDUCATIVI

FIGURA 9. Tasso di alfabetizzazione degli adulti (%)

Macro area	Alfabetizzazione degli adulti (%)
Europe & Central Asia	99.00
Europe & Central Asia (excluding high income)	98.80
East Asia & Pacific	95.11
East Asia & Pacific (excluding high income)	94.75
Latin America & Caribbean	92.62
Latin America & Caribbean (excluding high income)	92.45
World	85.31
Middle East & North Africa	80.75
Middle East & North Africa (excluding high income)	78.44
Arab World	77.36
South Asia	66.69
Sub-Saharan Africa	60.88
Sub-Saharan Africa (excluding high income)	60.88

Fonte: WB, UNESCO 2016

FIGURA 10. Tasso di partecipazione alla scuola primaria (%)

Macro area	Partecipazione alla scuola primaria (%)
Euro area	98.05
European Union	97.59
Europe & Central Asia	95.93
OECD members	95.87
East Asia & Pacific	95.57
East Asia & Pacific (excluding high income)	95.35
Middle East & North Africa	93.75
North America	93.62
Middle East & North Africa (excluding high income)	93.50
Europe & Central Asia (excluding high income)	93.23
Latin America & Caribbean	91.74
Latin America & Caribbean (excluding high income)	91.72
World	89.31
South Asia	89.16
Arab World	84.37
Sub-Saharan Africa	77.95
Sub-Saharan Africa (excluding high income)	77.95

Fonte: WB, UNESCO 2016

FIGURA 11. Tasso di partecipazione alla scuola secondaria (%)

Macro area	Partecipazione alla scuola secondaria (%)
European Union	92.55
Euro area	91.92
North America	90.85
Europe & Central Asia	90.34
OECD members	89.19
Europe & Central Asia (excluding high income)	87.88
East Asia & Pacific	77.17
Latin America & Caribbean	75.86
East Asia & Pacific (excluding high income)	75.59
Latin America & Caribbean (excluding high income)	75.57
Middle East & North Africa	71.50
Middle East & North Africa (excluding high income)	69.18
World	65.06
Arab World	63.02
South Asia	58.48
Sub-Saharan Africa	33.38
Sub-Saharan Africa (excluding high income)	33.37

Fonte: WB, UNESCO 2016

FIGURA 12. Tasso di bambini che non completano le scuole primarie (%)

Macro area	Bambini che non completano le scuole primarie (%)
Sub-Saharan Africa (excluding high income)	21.23
Sub-Saharan Africa	21.23
Arab World	14.68
World	8.86
South Asia	6.46
Latin America & Caribbean	6.02
Latin America & Caribbean (excluding high income)	6.00
Middle East & North Africa (excluding high income)	5.70
North America	5.52
Middle East & North Africa	5.41
Europe & Central Asia (excluding high income)	5.36
East Asia & Pacific (excluding high income)	3.97
East Asia & Pacific	3.79
OECD members	3.19
Europe & Central Asia	2.98
European Union	1.49
Euro area	1.08

Fonte: WB, UNESCO 2016

4.4. FORESTE E AGRICOLTURA SOSTENIBILE

Un **investimento forestale** consiste nell'**acquisizione e/o** nella **gestione di una foresta da legname** (o di un titolo che abbia come sottostante questa attività) con l'obiettivo di ottenere un ritorno finanziario.

La generazione del rendimento

La generazione del rendimento è legata a diversi fattori, quali:

- la **crescita biologica degli alberi**;
- le **variazioni di prezzo del legname** e dei prodotti 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.

La **principale fonte di rendimento** nel settore forestale è rappresentata dal **commercio del legname**, la cui domanda è in crescita: si stima infatti che entro il 2030 ammonterà a 2,5 miliardi di metri cubi annui, pari a un incremento del 30% rispetto agli attuali livelli⁷⁸. Tale crescita è sostenuta, tra gli altri fattori, da un'**evoluzione nelle abitudini di consumo**, che tendono a orientarsi **verso prodotti a basso impatto ambientale** (specie nell'industria edilizia), e da una graduale **transizione verso** sistemi produttivi che traggono **approvvigionamento energetico dalle biomasse**, ossia materiali di origine biologica, come appunto il legname.

I principali **vantaggi che derivano dall'inclusione di titoli legati al settore forestale all'interno dei portafogli di investimento** sono:

- **rendimenti aggiustati per il rischio in media competitivi**, a cui sono associati livelli di volatilità nettamente inferiori rispetto a quelli di altre asset class;
- **protezione dai rischi legati all'inflazione**: diverse serie storiche dimostrano che l'aumento dei prezzi al consumo fa aumentare anche i rendimenti degli investimenti forestali; il legname, inoltre, trova impiego in molti settori (es. nell'industria cartaria, in quella energetica, nelle costruzioni, ecc.) e questo potenzia l'effetto di protezione dall'inflazione;
- **bassa correlazione con altre asset class**: i tassi di rendimento degli investimenti nelle foreste hanno un legame debole o inesistente con quelli di altre classi di attivo, consentendo di diversificare il rischio di portafoglio;
- **ottime possibilità di preservazione del capitale**: le foreste sono a tutti gli effetti delle fabbriche e, al tempo stesso, dei magazzini – la proprietà di una foresta, infatti, implica sia la produzione del legname, il cui valore aumenta man mano che gli alberi crescono, sia la sua conservazione, con la possibilità di decidere quando venderlo, tenuto conto delle condizioni di mercato;

78. Il dato è riferito al solo legno industriale (pannelli, tavole, ecc.) e non include pertanto la domanda di biomassa a fini energetici: FAO 2009, *Global demand for wood products*: <http://bit.ly/2vQ6LIR>

- **possibilità di certificare la sostenibilità ambientale** nella gestione delle foreste, riducendo i rischi di natura tecnologica, legale, reputazionale e sociale legati al cambiamento climatico.

Gli strumenti finanziari per investire in foreste

Gli investimenti nel settore forestale possono avvenire attraverso l'**acquisto diretto di un sito**, 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.

I principali **strumenti finanziari per investire in foreste** sono:

- fondi tematici gestiti da TIMO;
- fondi di fondi;
- acquisto diretto di titoli di società quotate che operano nel settore forestale;
- ETF che replicano indici specializzati nel settore forestale – le performance degli investimenti forestali negli USA, per esempio, sono misurate dal Timberland Property Index del National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF)⁷⁹;
- fondi immobiliari specializzati sui terreni destinati alla piantagione di foreste.

Gli impatti ambientali e sociali degli investimenti forestali

Gli investimenti in foreste da legname gestite secondo criteri di sostenibilità costituiscono un interessante campo di applicazione dell'impact investing. La gestione efficace di un sito forestale, infatti, si ottiene mediante **pratiche che soddisfano al tempo stesso esigenze di rendimento e di sostenibilità socio-ambientale**.

Per esempio, i potenziali rischi per una foresta, e dunque per il valore del legname (incendi, agenti patogeni o dissesto idro-geologico), possono essere mitigati rispettando gli stessi principi che sostanziano le buone pratiche della silvicoltura.

79. <https://www.ncreif.org/data-products/timberland/>

FIGURA 13. Differenze tra gestione tradizionale e sostenibile delle foreste

CATEGORIA	GESTIONE CONVENZIONALE	GESTIONE SOSTENIBILE
PROFILO ECONOMICO	<ul style="list-style-type: none"> • massimizzazione del profitto • focus sulla produzione di legname • focus sui mercati internazionali • produzione di legname di basso valore 	<ul style="list-style-type: none"> • ottimizzazione di tutte le dimensioni e attività legate alla piantagione • produzione di prodotti diversi dal legname • focus sui mercati locali, regionali e internazionali • produzione di legnami pregiati
PROFILO SOCIALE	<ul style="list-style-type: none"> • sostituzione dei modelli autoctoni di sfruttamento del terreno • orientamento alla competizione • acquisto di terreni • assunzione di forza lavoro 	<ul style="list-style-type: none"> • integrazione dei modelli autoctoni di sfruttamento del terreno • orientamento alla cooperazione • affitto dei terreni • condivisione dei benefici
PROFILO ECOLOGICO	<ul style="list-style-type: none"> • monocolture • focus su poche specie non autoctone • scelta di specie geneticamente modificate • uso estensivo di pesticidi • uso di fertilizzanti minerali • ristretti spazi destinati alle aree protette 	<ul style="list-style-type: none"> • diversificazione delle colture (per specie ed età degli alberi) • focus sulle specie autoctone commerciabili • scelta di specie adatte alle condizioni ambientali locali • divieto di uso di pesticidi • uso di fertilizzanti di origine organica • ampi spazi destinati alle aree protette
PROFILO TECNICO	<ul style="list-style-type: none"> • management standardizzato • meccanizzazione delle attività • bassa complessità 	<ul style="list-style-type: none"> • management specializzato in base alle caratteristiche della domanda • razionalizzazione delle risorse naturali • elevata complessità

Fonte: Rielaborazione Forum per la Finanza Sostenibile da: fairforest.openforests.com

Nella tabella sottostante sono elencati alcuni esempi di esternalità ambientali e socio-economiche positive e negative legate alla gestione delle foreste da legname:

FIGURA 14. Gli impatti legati alla gestione delle foreste da legname

	POSITIVI - gestione sostenibile delle foreste	NEGATIVI - gestione delle foreste orientata unicamente al profitto
IMPATTI AMBIENTALI	<ul style="list-style-type: none"> • riabilitazione di terreni abbandonati o degradati • conservazione della biodiversità dell'area, attraverso il ricorso a piantagioni native • protezione del suolo dai rischi idro-geologici • azione di assorbimento di CO₂ • preservazione dei patrimoni boschivi locali 	<ul style="list-style-type: none"> • alterazione della biodiversità locale • ricorso a singole specie esotiche • eccessivo sfruttamento delle risorse naturali • depauperamento del suolo • riduzione dei corsi d'acqua • uso incontrollato di erbicidi e pesticidi
IMPATTI SOCIO-ECONOMICI	<ul style="list-style-type: none"> • aumento dei posti di lavoro per manodopera locale • fattore di sviluppo per i sistemi economici delle aree rurali • realizzazione e/o miglioramento di infrastrutture 	<ul style="list-style-type: none"> • riduzione dei terreni destinati alle coltivazioni agricole • riduzione della selvaggina • mancata protezione di siti culturali e religiosi

Gestione sostenibile delle foreste: standard internazionali

Nell'ambito del settore forestale sono stati sviluppati numerosi standard di sostenibilità; diversi organi di certificazione svolgono inoltre un'azione di controllo sull'effettiva applicazione di questi criteri da parte dei gestori delle foreste. Per esempio, il **Forest Stewardship Council® (FSC)** costituisce dal 1993 **l'ente di riferimento internazionale per la certificazione di sostenibilità nella gestione delle aree forestali**. L'organizzazione ha stabilito una serie di standard ambientali, sociali ed economici che determinano la sostenibilità della gestione di una foresta. Inoltre, la certificazione FSC assicura la valutazione e l'accertamento del rispetto di questi criteri sia nella gestione delle aree forestali, sia nella catena di produzione del legname e dei prodotti che implicano il suo utilizzo, assegnando il proprio marchio FSC⁸⁰.

Nel 2001 è nato il Gruppo FSC-Italia, oggi **Associazione Italiana per la Gestione Forestale Responsabile (FSC Italia)**, un'organizzazione che opera in coerenza con 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 merceologiche⁸¹.

Misurazione e report d'impatto

Per quanto riguarda la misurazione e la rendicontazione dell'impatto, il settore forestale dispone di un'**ampia e avanzata gamma di strumenti e metriche**. Tra questi, vanno senza dubbio menzionati quelli di **FairForest⁸²** – società che si avvale di un catalogo di 170 indicatori basati sul metodo IRIS per valutare gli impatti dei progetti di forestazione in relazione a: performance finanziarie e socio-ambientali degli investimenti; qualità gestionale del sito; livello di sicurezza del processo produttivo e contesto di mercato. La società fornisce inoltre un servizio di rating, calcolato sulla base dei dati forniti dal gestore della foresta.

Foreste e agricoltura: verso un'interazione positiva

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; svolgono inoltre un'importante azione di **assorbimento di anidride carbonica dall'atmosfera**. Pertanto, una gestione sostenibile del patrimonio forestale rappresenta un elemento fondamentale per lo sviluppo del settore agricolo.

Tuttavia, **l'esigenza di destinare crescenti spazi alle coltivazioni agricole** costituisce oggi **una delle principali cause di deforestazione**, in particolare nei paesi tropicali e in via di sviluppo: secondo uno studio del 2012 commissionato dai governi norvegese e britannico, il settore agricolo è direttamente collegato all'80%

80. Si veda il sito di FSC International: <https://ic.fsc.org/en>

81. Si veda il sito di FSC Italia: <https://it.fsc.org/it-it/chi-siamo/storia>

82. <http://fairforest.openforests.com/>

delle deforestazioni a livello mondiale⁸³. Inoltre, il 10-15% delle emissioni di gas serra sono imputabili ai fenomeni di deforestazione e di degradazione dei patrimoni boschivi⁸⁴.

Un'efficace integrazione tra attività agricole e forestali, invece, consentirebbe di perseguire **importanti risultati in termini di impatto ambientale e di sicurezza alimentare**. Secondo quanto rilevato dalla *Food and Agriculture Organization of the United Nations* (FAO), dal 1990 oltre 20 paesi sono riusciti a migliorare i propri livelli di sicurezza alimentare conservando o espandendo le aree boschive⁸⁵. Alla luce di questi riscontri, nel suo ultimo rapporto sulle foreste⁸⁶ la FAO ha raccomandato una miglior interazione tra attività agricole e forestali attraverso:

- coordinamento tra politiche forestali, agricole e alimentari;
- adeguati sistemi normativi in tema di proprietà e di variazione nella destinazione d'uso dei terreni;
- pianificazione della destinazione d'uso dei terreni che integri attività agricole, forestali e di allevamento;
- coordinamento tra attività di ricerca e sviluppo nel settore forestale e in quello agricolo;
- adeguato livello di investimenti destinati all'incremento della produttività agricola e alla gestione sostenibile delle foreste;
- maggior coinvolgimento delle comunità locali e dei piccoli proprietari terrieri;
- potenziamento dell'agro-forestazione (ossia dell'impiego di alberi nelle coltivazioni agricole) e dell'interazione tra allevamento e attività forestali.

ETIFOR: INVESTIMENTI RESPONSABILI IN FORESTE

A CURA DI LUCIO BROTTO, SUSTAINABLE INVESTMENTS DIRECTOR, ETIFOR SRL



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**⁸⁷. Molti di questi strumenti sono stati introdotti a se-

83. De Sy, Veronique, Herold, Martin e Kissinger, Gabrielle 2012, *Drivers of Deforestation and Forest Degradation*: <http://bit.ly/16abJCS>

84. Si veda il sito di CDP: <https://www.cdp.net/en/forests>

85. FAO 2016, *State of the World's Forests - Forests and Agriculture: land-use challenges and opportunities*: <http://www.fao.org/3/a-i5850e.pdf>

86. *Ibidem*.

87. Broto, Lucio, Pettenella, Davide, et al. 2016, *Planted forests in emerging economies: Best practices for sustainable and responsible investments*: <http://bit.ly/2bl9vcO>

guito 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 (al quale si deve rendere conto delle modalità di gestione dei rischi) e alle specificità del contesto locale in cui si realizza il progetto.

Di seguito alcuni esempi di investimenti responsabili in foreste:

- **Investimenti Sostenibili:** Maderacre (Perù) – diritti di concessione per uso di foreste tropicali per produzione di legname e trasformazione in semilavorati. IRR: 20%. Impatti positivi certificati: fissazione anidride carbonica, conservazione biodiversità, creazione posti di lavoro. Standard di impatto utilizzati: FSC, VCS e CCB per crediti di carbonio;
- **Impact investing:** Natura7 (Italia) – acquisizione e miglioramento di foreste esistenti. IRR: 3%. Impatti positivi certificati: fissazione anidride carbonica, riduzione erosione, aumento biodiversità e qualità idrica, vendita legname su mercato locale. Standard di impatto utilizzati: FSC e FairForest;
- **Filantropia:** Alì (Italia) – creazione di nuove foreste urbane. IRR: 0%. Impatti positivi: fissazione anidride carbonica, miglioramento acqua, servizi ricreativi e di educazione ambientale. Standard di impatto utilizzati: FSC.

4.5. ENERGIE RINNOVABILI

Uno dei settori più strategici dal punto di vista delle politiche di mitigazione dei cambiamenti climatici in atto (e dunque di particolare interesse per gli investitori ad impatto) è quello delle energie rinnovabili. Per **“energie rinnovabili”** s'intendono **le quote di energia derivanti da fenomeni e processi naturali (come la luce solare e il vento)**; tali fonti sono inesauribili, ossia in grado di rigenerarsi tendenzialmente a un ritmo più veloce rispetto a quello delle attività umane in cui vengono impiegate. Le fonti rinnovabili si distinguono quindi dai combustibili fossili (quali carbone, petrolio e gas naturale) che sono invece esauribili. Rientrano tra le fonti rinnovabili l'energia solare, eolica, geotermica, idroelettrica, marina e le biomasse – o biocombustibili.

Il settore delle rinnovabili sta registrando sorprendenti tassi di crescita, come mostrano alcuni dati recenti:

- Nel 2016 a livello globale le fonti rinnovabili hanno generato una capacità di 161 gigawatt di energia, in aumento del 9% rispetto al 2015⁸⁸: a oggi nel mondo sono oltre 2.000 i gigawatt forniti da fonti, cosiddette, “pulite”⁸⁹. Per il secondo

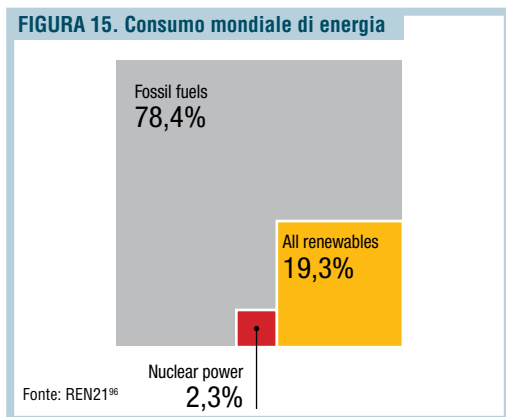
88. REN21 2017, “Advancing the Global Renewable Energy Transition: Highlights of the REN21 Renewables 2017 Global Status Report in Perspective”, www.ren21.net: <http://www.ren21.net/status-of-renewables/global-status-report/>

89. International Renewable Energy Agency 2017, *2016 a Record Year for Renewables, Latest IRENA Data Reveals*: <http://bit.ly/2vPIG4H>

anno consecutivo, inoltre, le rinnovabili hanno contribuito a più della metà della nuova capacità di produzione di elettricità globale⁹⁰.

- Nel 2016 Danimarca e Germania hanno toccato punte rispettivamente del 140% e dell'86,3% nella produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili; altri paesi come Cipro, Irlanda o Portogallo si stanno avvicinando all'obiettivo del 20-30% di fabbisogno elettrico da fonti rinnovabili⁹¹.
- 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 2009/28/CE 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%⁹².
- Nel 2016, per la prima volta, gli investimenti in energia elettrica hanno superato quelli in petrolio, gas e carbone; la percentuale di finanziamenti destinati alla cosiddetta "energia pulita" ha raggiunto il livello record del 43%⁹³.

Nonostante questa crescita, la porzione di consumi energetici mondiali servita dalle rinnovabili è ancora ridotta: si attesta infatti al 19,3%, contro il 78,4% dei carburanti fossili⁹⁴; solare ed eolico producono appena il 5,5% dell'energia elettrica mondiale⁹⁵.



90. Clark, Pilita 2017, "The Big Green Bang", *Financial Times*, 19 maggio 2017.

91. *Ibidem*.

92. Gestori Servizi Energetici (GSE) 2017, *Energia da fonti rinnovabili in Italia - Rapporto statistico anno 2015*, p. 16: <http://www.gse.it/it/Statistiche/RapportiStatistici/Pagine/default.aspx>

93. International Energy Agency 2017, *Global energy investment fell for a second year in 2016 as oil and gas spending continues to drop*: <http://bit.ly/2vStMfe>

94. REN21 2017, "Advancing the Global Renewable Energy Transition: Highlights of the REN21 Renewables 2017 Global Status Report in Perspective", cit.

95. The Economist 2017, "At what cost?", 15 luglio 2017: <http://econ.st/2uqHO8>

96. REN21 2017, *Renewables 2017 Global Status Report – Infographics*, Figure 1: <http://bit.ly/2wkV6EI>

Tra i principali fattori di sviluppo delle energie rinnovabili è possibile citare:

• **Abbassamento dei costi**

L'energia solare costa un quarto in meno rispetto al 2009 ed è venduta allo stesso prezzo del carbone in Australia, Italia, Germania, Spagna e Stati Uniti. Per il 2040 si stima che i costi scenderanno di un ulteriore 66%; inoltre, l'energia solare diventerà meno cara del carbone in mercati come Brasile, Cina, India, Messico e Regno Unito entro il 2021. Un discorso analogo vale per il settore eolico, dove il comparto offshore sembra destinato a registrare un abbassamento dei prezzi pari al 71% entro il 2040⁹⁷.

La **contrazione dei costi delle energie rinnovabili**, tuttavia, **può anche determinare un rallentamento allo sviluppo del settore**, spingendo al ribasso i prezzi dell'intero comparto e rendendolo **meno appetibile per gli investitori**⁹⁸. In effetti, per quanto riguarda l'energia elettrica, nel 2016 gli investimenti in rinnovabili risultano ridotti del 3% rispetto al 2011 – ciononostante, grazie al progresso tecnologico e alla riduzione dei costi delle apparecchiature, essi sono stati in grado di generare il 35% di energia in più⁹⁹.

• **Miglioramento dei sistemi di stoccaggio**

Un altro fattore che ha contribuito a favorire lo sviluppo delle rinnovabili sono i **miglioramenti nella capacità di stoccaggio ed efficienza delle batterie**: il loro impiego a supporto delle reti elettriche alimentate da fonti rinnovabili permette di evitare interruzioni nei rifornimenti e garantisce la flessibilità degli approvvigionamenti in fasi di picco della domanda. Inoltre, le batterie destinate alle singole abitazioni e alle aziende rendono gli impianti più efficienti e autonomi dalle reti elettriche esterne.

È stato stimato che il miglioramento della qualità delle batterie e lo sviluppo di altri sistemi a garanzia della flessibilità degli approvvigionamenti per comunità locali, abitazioni e attività imprenditoriali consentirà alle rinnovabili di coprire il 74% del fabbisogno energetico in Germania, il 38% negli Stati Uniti, il 55% in Cina e il 49% in India entro il 2040¹⁰⁰.

La diffusione di batterie agli ioni di litio, inoltre, è spinta dall'**espansione del mercato delle auto elettriche**: i prezzi delle batterie, già oggi dimezzati rispetto al 2014, continuano a scendere, anche a causa della crescita dell'offerta. Stanno infatti aumentando i siti produttivi a livello globale, con una particolare concentrazione in Cina, dove il governo sta incentivando lo sviluppo del mercato locale delle auto elettriche. Per il 2040 si stima che il mercato delle batterie al litio varrà US\$20 miliardi all'anno¹⁰¹.

97. Bloomberg New Energy Finance 2017, *New Energy Outlook 2017*: <https://about.bnef.com/new-energy-outlook/>

98. The Economist 2017, "Clean energy's dirty secret", 22 febbraio 2017: <http://econ.st/2ldK90c>

99. International Energy Agency 2017, *Global energy investment fell for a second year in 2016 as oil and gas spending continues to drop*, cit.

100. Bloomberg New Energy Finance 2017, *New Energy Outlook 2017* cit.

101. *Ibidem*.

• Sussidi statali

Inaugurata dalla Germania circa vent'anni fa, **la strategia dei sussidi statali si è diffusa su larga scala**, al punto che oggi sono 146 i paesi che hanno introdotto forme di sostegno pubblico allo sviluppo delle rinnovabili (il dato è triplicato rispetto al 2004). Dal 2009 gli incentivi hanno fatto scendere il prezzo delle turbine eoliche di circa un terzo e quello dei pannelli solari dell'80%¹⁰².

I progressi tecnologici e la graduale contrazione dei prezzi, tuttavia, stanno rendendo sempre meno necessari gli interventi pubblici a sostegno del settore. Per esempio, nell'aprile del 2017 la società danese Dong Energy – leader mondiale nella costruzione di centrali eoliche offshore – ha ottenuto l'appalto per due progetti in Germania basandosi unicamente sui prezzi di mercato¹⁰³.

• Investimenti in energie rinnovabili

Secondo quanto rilevato da Bloomberg New Energy Finance (BNEF), **nel 2016** gli investimenti in energie rinnovabili sono stati di US\$287,5 miliardi. Il dato risulta **in calo del 18%** rispetto al record di oltre US\$348,5 miliardi registrato l'anno precedente: questa flessione è dovuta sia alla già citata diminuzione nei costi delle tecnologie, sia al rallentamento di due mercati chiave, quali Cina e Giappone.

Per quanto riguarda i singoli settori, gli investimenti si sono concentrati soprattutto sul comparto **fotovoltaico** (US\$113,7 miliardi, in calo del 34% rispetto al 2015) e su quello **eolico** (US\$112,5 miliardi, con una diminuzione del 9%).

Impatti socio-ambientali degli investimenti in rinnovabili

Gli investimenti in energie rinnovabili possono generare numerosi benefici socio-ambientali, quali:

- **diminuzione delle emissioni di CO₂ nell'atmosfera;**
- **miglioramento della qualità dell'aria:** per esempio, all'inizio del 2017 la Cina ha annunciato di voler investire US\$360 miliardi in energie rinnovabili entro il 2020 con lo scopo di ridurre l'elevato inquinamento atmosferico nelle principali metropoli cinesi, causato in larga parte dagli impianti industriali alimentati da combustibili fossili¹⁰⁴, con ripercussioni non soltanto sul piano ambientale ma anche sociale, dal punto di vista della salute dei cittadini;
- **creazione di posti di lavoro:** negli Stati Uniti, per esempio, la forza lavoro nei settori fotovoltaico ed eolico è aumentata rispettivamente del 25% e del 32% nel corso del 2016; in particolare, è stato calcolato che, per quanto concerne il comparto elettrico, l'industria dell'energia solare fornisce ai cittadini americani il

102. Clark, Pilita 2017, cit.

103. Reed, Stanley 2017, "Germany Strikes Offshore Wind Deals, Subsidy Not Included", *The New York Times*, 14 aprile 2017: <http://nyti.ms/2oE2zc4>

104. Forsythe, Michael 2017, "China Aims to Spend at Least \$360 Billion on Renewable Energy by 2020", *The New York Times*, 5 gennaio 2017: <http://nyti.ms/2jpxDWA>

doppio degli impieghi rispetto a quella del carbone e del gas naturale (374.000 contro 187.000)¹⁰⁵.

Per quanto riguarda l'Europa, nel 2015 il settore delle rinnovabili ha creato 10.000 nuovi posti di lavoro, impiegando complessivamente oltre un milione di persone. L'Italia, con 97.100 impiegati, occupava la quarta posizione dietro a Germania (322.300), Francia (162.000) e Regno Unito (109.200)¹⁰⁶;

- **crecente disponibilità di energia a basso costo**, con conseguente miglioramento delle condizioni di vita e di lavoro, soprattutto nei paesi in via di sviluppo.

Qualche caveat

A fronte dei numerosi effetti positivi, il settore delle rinnovabili non è esente da rischi di impatto socio-ambientale negativo. Un recente report della Banca Mondiale ha infatti richiamato l'attenzione sui potenziali pericoli per l'ambiente provocati dal crescente sfruttamento di metalli definiti "terre rare"¹⁰⁷: la **domanda di litio per le batterie delle auto elettriche**, per esempio, potrebbe registrare un aumento pari al 1.000%. Se non adeguatamente gestito, questo fenomeno potrebbe avere ripercussioni negative sugli ecosistemi, sulle risorse idriche e sulle comunità locali dei mercati di estrazione¹⁰⁸.

Gli investitori che adottano la strategia dell'impact investing, quindi, dovranno prestare particolare attenzione nel **valutare e misurare tutti gli effetti prodotti dalle attività oggetto di investimento**, senza tralasciare eventuali impatti negativi che potrebbero essere generati direttamente o indirettamente dai progetti finanziati.

4.6. MICROFINANZA

Per "microfinanza" s'intende **l'insieme dei servizi e degli strumenti finanziari** (credito, risparmio, assicurazione, leasing) **specificatamente pensati per le persone cosiddette "non bancabili"**, escluse cioè dall'offerta finanziaria tradizionale a causa della loro condizione socio-economica.

La microfinanza rappresenta un'importante area di intervento per l'impact inve-

105. United States Department of Energy 2017, *US Energy and Employment Report*, p. 28: <http://bit.ly/2jsGbDt>

106. EurObserv'ER 2017, *The State of Renewable Energies in Europe*, p. 134: <https://www.eurobserv-er.org/pdf/2016/EurObservER-Annual-Overview-2016-EN.pdf>

107. Secondo la definizione della International Union of Pure and Applied Chemistry (IUPAC), le terre rare sono un gruppo di 17 elementi costituito da scandio, ittrio, lantanio e dagli elementi appartenenti alla famiglia dei lantanidi. Dal punto di vista chimico, gli elementi classificati come terre rare sono tutti metalli e per le loro particolari caratteristiche vengono anche denominati "i metalli della tecnologia" in quanto hanno avuto un ruolo centrale nella rivoluzione tecnologica degli ultimi 20 anni, trovando vasti campi di applicazione, tra cui, appunto, le turbine eoliche e i pannelli fotovoltaici. La loro estrazione è in genere complicata e costosa; inoltre in questi processi si utilizzano sostanze particolarmente dannose per l'ambiente e si producono rifiuti altamente tossici.

108. World Bank 2017, *The Growing Role of Minerals and Metals for a Low Carbon Future*: <http://bit.ly/2vxe2Sn>

sting, grazie alla sua capacità di **generare contemporaneamente rendimento e impatto sociale positivo**.

La microfinanza comprende una serie di servizi quali:

- il **microcredito**, prestito di importo ridotto e concesso anche in assenza di garanzie reali;
- la **micro-assicurazione**, assicurazioni a premi ridotti rivolte a soggetti a basso reddito per malattia, invalidità, disastri naturali, furto o volatilità dei prezzi delle merci;
- il **micro-leasing**, operazioni di leasing¹⁰⁹ che permettono di usufruire di un bene a canoni e costi di gestione contenuti;
- l'**housing microfinance**, piccoli finanziamenti per l'acquisto o la ristrutturazione di abitazioni.

La microfinanza è divenuta nel corso degli ultimi decenni **uno dei principali strumenti di inclusione finanziaria e sociale**, sia nei paesi in via di sviluppo sia nei paesi sviluppati: in effetti, si utilizza spesso l'espressione "**finanza inclusiva**" per riferirsi ai servizi micro-finanziari.

Questi ultimi sono in crescita a livello globale, come dimostrato dall'edizione 2017 del Microfinance Barometer¹¹⁰, che nel 2016 ha registrato a livello mondiale 132 milioni di clienti (con una crescita del 9,6% rispetto al 2015) e un portafoglio di micro-prestiti di US\$102 miliardi (con una crescita del 9,4% rispetto al 2015). Inoltre, un'indagine condotta da ResponsAbility¹¹¹ nel 2016, ha stimato che nel 2017 il mercato globale della microfinanza crescerà del 10-15%, in particolare nelle aree dell'Asia-Pacifico e dell'Africa Subsahariana¹¹².

Per quanto riguarda il **contesto europeo**, il rapporto *Microfinance in Europe: a survey on EMN-MFC members* stima a €2,5 miliardi il valore dei micro-prestiti erogati nel 2015 dalle organizzazioni del circuito dell'European Microfinance Network (EMN)¹¹³; a beneficiarne sono stati ben 747mila soggetti (+15% rispetto al 2014). I dati risalenti all'anno 2016, ancora in fase di pubblicazione, confermano questa tendenza¹¹⁴.

109. Il leasing è un contratto di locazione attraverso il quale si trasferisce il godimento di un bene contro il versamento di un canone per un determinato periodo e con la facoltà di riscatto del bene stesso alla fine del contratto.

110. Dal 2010 è pubblicato annualmente il rapporto denominato "Barometro della Microfinanza" (Microfinance Barometer), in cui sono evidenziati i principali trend nel settore della microfinanza e le iniziative a più forte impatto sociale. Il Barometro della Microfinanza è un progetto di MasterCard Foundation, Caisse des Dépôts Group, the European Microfinance Platform (e-MFP), Oikocredit e il FNCE. L'edizione 2017 del rapporto è scaricabile al link seguente: <http://bit.ly/2h0uG6r>

111. ResponsAbility è una società di gestione del risparmio di stampo internazionale, con sedi in diversi paesi e focalizzata soprattutto in progetti di sviluppo nei paesi emergenti.

112. ResponsAbility 2016, *Microfinance Market Outlook 2016. Developments, forecasts, trends*: <http://bit.ly/2w3QqAU>

113. L'European Microfinance Network (EMN) è la rete europea delle organizzazioni di microfinanza.

114. Botti, Fabrizio, Dagradi, Diego Luigi e Torre, Luca Maria 2016, *Microfinance in Europe: a survey on EMN-MFC members (Report 2014-2015)*: <http://bit.ly/2fK1Kricl>

Le istituzioni di microfinanza

Tra le istituzioni di microfinanza (IMF) figurano:

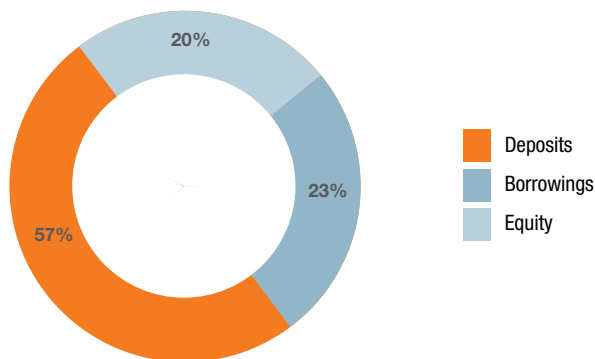
- banche (commerciali o specializzate nell'erogazione di micro-prestiti);
- organizzazioni non profit;
- società cooperative.

Il *Microcredit Summit Campaign Report 2015*¹¹⁵ evidenzia che **la maggior parte delle IMF è concentrata in Asia e, a seguire, in Africa Sub-sahariana**, in cui si registra oltre un milione di istituzioni attive.

I canali di finanziamento delle IMF includono **depositi, prestiti e investimenti azionari**. Nel 2016, i depositi rappresentavano la principale fonte di finanziamento (57%), seguiti da capitale di debito (23%) e di rischio (20%). Sono soprattutto le unioni di credito e le banche a essere in larga misura finanziate attraverso i depositi (rispettivamente 77% e 67%).

L'America latina presenta la più alta copertura dei depositi (29%) mentre l'Europa orientale e centrale e il l'Asia meridionale hanno il minor tasso di copertura (5% ciascuno). In Africa i principali canali di finanziamento sono i depositi (71%), seguiti da capitale di rischio (17%) e da capitale di debito (11%). L'Asia meridionale utilizza, invece, come principale canale i prestiti (43%)¹¹⁶.

FIGURA 16. Fonti di finanziamento delle Istituzioni di Microfinanza nel 2016



Fonte: Microfinance Barometer 2017

115. Microcredit Summit Campaign è un'organizzazione non profit americana che riunisce diversi attori della microfinanza con l'obiettivo di ridurre la povertà mondiale attraverso gli strumenti micro-finanziari.

116. Microfinance Barometer 2017: <http://bit.ly/2h0uG6r>

Il microcredito in Italia

In Italia la microfinanza si è sviluppata soprattutto attraverso il microcredito, attualmente regolato dall'art.111 del Testo Unico Bancario (TUB). L'attuale normativa, in vigore dal 16 dicembre 2014, disciplina l'erogazione dei micro-prestiti prevedendo anche l'iscrizione ad un apposito albo per le istituzioni che vogliono erogare servizi di microfinanza. Il contesto italiano vede come principali destinatari dei micro-prestiti i seguenti gruppi: piccole imprese, startup, donne, giovani e immigrati¹¹⁷.

Le principali tipologie di microcredito¹¹⁸ sono:

microcredito produttivo

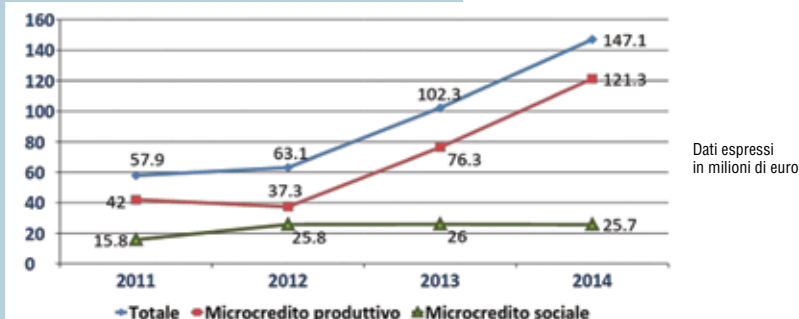
- finalizzato all'avvio di attività lavorative;
- per persone fisiche o imprese;
- per importi inferiori a €25.000 e in assenza di garanzie reali;
- con servizi ausiliari e di monitoraggio.

microcredito sociale

- volto all'inclusione sociale e finanziaria dei beneficiari;
- per soggetti vulnerabili, in situazioni precarie dal punto di vista economico e sociale;
- di importi non superiori a €10.000 e in assenza di garanzie reali;
- con servizi ausiliari.

Nel grafico che segue, realizzato dall'Ente Nazionale per il Microcredito, è rappresentato un quadro dell'evoluzione dell'offerta di microcrediti dal 2011 al 2014 in Italia, con la distinzione tra le due principali tipologie: il microcredito produttivo, destinato alle imprese, e quello sociale, rivolto a singoli individui o famiglie.

FIGURA 17. L'evoluzione del Microcredito in Italia



Fonte: Ente Nazionale per il Microcredito¹¹⁹

117. <http://bit.ly/2gonEva>

118. Le definizioni di microcredito sociale e imprenditoriale si basano su quelle fornite da Sodalitas: <http://bit.ly/2goh94P>

119. <http://bit.ly/2euNXfu>

Secondo quanto rilevato dall'Ente Nazionale per il Microcredito, dal 2011 al 2016 la rete italiana del microcredito ha erogato €155,5 milioni, per un totale di 20.000 nuovi posti di lavoro generati. Per ogni iniziativa di microfinanza o microcredito avviata dall'Ente con il supporto del Fondo di Garanzia finanziato dallo Stato italiano e da contributi volontari vengono creati 2,43 posti di lavoro.

Nonostante questi segnali positivi, rimane ancora una porzione significativa di domanda da soddisfare: l'Ente Nazionale per il Microcredito ha stimato a €700 milioni il fabbisogno di microcredito su tutto il territorio nazionale¹²⁰.

La misurazione dell'impatto e la gestione delle prestazioni in microfinanza

A cura di Aldo Moauro, Direttore, MicroFinanza Rating

Le **istituzioni di microfinanza** (IMF) sono spesso definite **double-bottom line**, ovvero svolgono una missione sociale caratterizzata dal raggiungimento di un obiettivo definito (Social Goal 1: *WHO?*), attraverso servizi e prodotti sostenibili su misura per i bisogni dei clienti (Social Goal 2: *HOW?*) per generare benefici ai clienti finali (Social Goal 3: *WHY?*).

**SG1:
WHO?**

SG1: reaching a defined target
Measuring portfolio per breakdown

**SG2:
HOW?**

SG2: offering sustainable services and products tailored to clients' needs
Measuring clients' satisfaction

**SG3:
WHY?**

SG3: generating benefits to final beneficiaries
Measuring outcome or impact

Per valutare il raggiungimento degli obiettivi e garantire che l'istituzione benefici la clientela desiderata (SG1 - obiettivo sociale 1), le IMF possono monitorare il proprio portafoglio per ripartizione (es. per sesso, posizione geografica, livello di reddito, ecc.). SG2 può essere misurato attraverso ricerche di marketing (ad esempio, soddisfazione del cliente o *drop out survey*) per verificare che i clienti siano serviti con prodotti e servizi appropriati. E, infine, possono essere condotti studi di esito e impatto per dimostrare quali sono i miglioramenti per i clienti (SG3).

120. Marchesano, Mariarosaria 2017, "La famiglia come impresa sociale", *Tempi*, 24 agosto 2017, pp. 34-35.

Il focus di questo breve contributo è sulla **misurazione (e gestione) del terzo obiettivo sociale**, vale a dire **il cambiamento dei clienti nel processo di miglioramento dei livelli di qualità di vita**. Il punto critico è spostare l'attenzione dall'impatto (nel pieno senso del concetto) all'*outcome*, il risultato, soprattutto perché l'analisi di quest'ultimo è caratterizzata da una minore complessità e richiede meno risorse (in termini di capitale sia finanziario che umano).

La misurazione dell'impatto

La misurazione dell'impatto è una ricerca accademica che si riferisce all'**analisi dei cambiamenti che stabiliscono una relazione di causa ed effetto tra un dato intervento e i risultati ottenuti**. La raccolta dei dati presuppone rigorose ipotesi e metodologie forti (informazioni di monitoraggio sui gruppi target – i clienti dell'IMF – e il gruppo di controllo) che sono spesso costosi e richiedono molto tempo; inoltre, l'analisi dei dati deve basarsi su robuste conoscenze statistiche con cui effettuare studi econometrici (analisi di regressione).

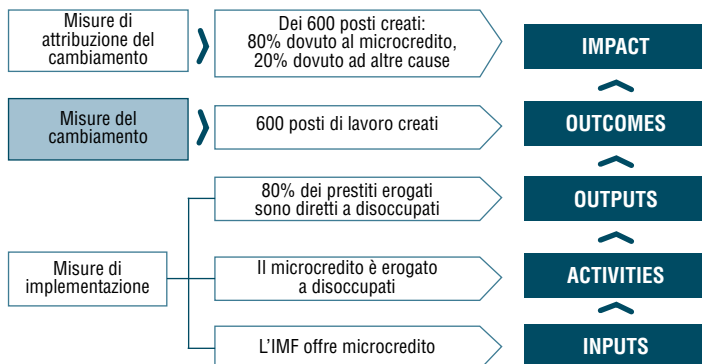
La misurazione dei risultati (*outcome measurement*) è riferita all'analisi delle variazioni plausibilmente legate alla microfinanza, ma non è possibile stabilire connessioni controfattive, poiché le modifiche potrebbero in effetti derivare da altri fattori, quali le dinamiche macroeconomiche o politiche. Tuttavia, l'*outcome measurement* può essere implementato in modo efficace e ragionevole, producendo risultati plausibilmente vicini all'analisi dell'impatto.

Così, mentre la **misurazione dei risultati** determina il “cambiamento della qualità di vita dei clienti che è plausibilmente associato ai servizi di microfinanza”, l'**analisi dell'impatto** è in grado di attribuire la causalità a tale cambiamento.

Il grafico seguente illustra, con esempi, il significato dei diversi livelli nella gerarchia dei risultati applicati alla microfinanza:

Gerarchia dei risultati

OUTCOMES = cambiamento per i clienti plausibilmente associato ai servizi dell'IMF



La gestione delle prestazioni

Il presente approfondimento propone di concentrarsi non solo sulla misurazione, ma di guardare l'intero quadro di gestione delle prestazioni. L'**attività di misurazione** stessa si riferisce all'atto di **raccogliere informazioni e analizzarle**. D'altra parte, la gestione è un'attività più complessa, di cui la misurazione fa parte, che serve all'IMF a pensare in modo strategico utilizzando le informazioni per migliorare i processi interni e spostarsi verso il conseguimento della missione sociale.

Pertanto, l'approccio consigliato in questa sede è quello della gestione, e non solo della misurazione, dei risultati – **gestione** definita come “un **sistema organizzativo a più livelli per la raccolta, l'analisi e l'utilizzo dei dati sui risultati**”. Come riferimento alla letteratura, si prega di prendere in considerazione i documenti pubblicati dalla **Social Performance Task Force** (SPTF)¹²¹, recentemente pubblicati da un pool di professionisti della microfinanza, che forniscono linee guida e rapporti di casi di studio su come progettare l'architettura per la gestione dei risultati:

- Guidelines on Outcomes Management for Investors;
- Guidelines on Outcomes Management for Financial Service Providers;
- Making the Case for Outcomes Management to Financial Service Providers.

A livello internazionale esistono ancora pochi casi di architettura industriale per misurare e gestire i risultati o l'impatto degni di essere citati e che possano essere utilizzati come punto di riferimento.

D'altra parte, in termini di risultati puntuali o di valutazione dell'impatto, la letteratura è ricca di metodologie e approcci (per lo più *randomized control trials* – RCTs, quasi sperimentali, studi qualitativi e misurazione delle prestazioni sociali). Le evidenze differiscono da paese a paese e animano dibattiti interessanti sulla capacità della microfinanza di raggiungere i propri obiettivi sociali e produrre un impatto positivo.

Dato il livello di sviluppo del settore della microfinanza, l'**America Latina** probabilmente offre una buona visione delle migliori pratiche. In Bolivia e Nicaragua ci sono alcune iniziative in cui il regolatore svolge un ruolo importante nel controllo, nella regolamentazione e nella supervisione non solo delle prestazioni finanziarie ma anche sociali. In Perù uno studio pilota in fase di elaborazione mira a definire un sistema per misurare i risultati a livello industriale.

Di seguito una descrizione più dettagliata di buone pratiche internazionali:

BOLIVIA

In Bolivia nel 2013 l'ASFI, la Banca Centrale Nazionale, allineata alla Strategia Nazionale di Inclusione Finanziaria, ha emanato una nuova legge sui servizi finanziari (n. 393 agosto 2013) che stabilisce importanti cambiamenti nelle regolamentazioni finanziarie.

121. <https://sptf.info/working-groups/outcomes>

ASFI ha introdotto il **concetto di “funzione sociale” di un servizio finanziario** che svolge un ruolo importante nel “raggiungimento degli obiettivi dello sviluppo integrale per migliorare gli standard di vita, sradicare la povertà e l’esclusione socioeconomica della popolazione”.

Inoltre, ASFI ha emanato il Regolamento su *Corporate Social Responsibility* (CSR) per le IMF (ai sensi della legge 393) in base al quale le istituzioni dovrebbero disporre di un sistema di **Social Performance Management** e produrre un rapporto CSR unitamente alle informazioni finanziarie annuali.

NICARAGUA

In Nicaragua nel 2011 la Banca Centrale ha istituito una Commissione Nazionale di Microfinanza (CONAMI) per regolare, promuovere e controllare l’industria della microfinanza e rafforzare “Solvibilità, Sviluppo e Prestazioni Sociali”.

Nel 2016, è stata emessa la **normativa sugli “Standard della gestione delle prestazioni sociali per le istituzioni finanziarie intermedie di microfinanza”**. Il quadro normativo valuta il livello di sviluppo e implementazione di *Social Performance Management* - SPM, assegna un valore e, di conseguenza, offre alcuni incentivi per le IMF virtuose che dispongono di un buon sistema SPM e che sono conformi agli standard USSPM (*Universal Standards on Social Performance Management*) certificati da revisori esterni.

PERÙ

In Perù, la *Social Performance Task Force* (SPTF) sta pilotando un’iniziativa per **misurare l’outcome di diverse IMF**. Gli indicatori sono stati scelti con particolare attenzione alla resilienza e alla vulnerabilità dei clienti finali.

Attualmente, il team di SPTF sta ancora discutendo con le IMF interessate per chiarire le proprie teorie del cambiamento, sintonizzare gli indicatori che seguiranno e sviluppare un sistema per la gestione dei dati (cioè raccolta, analisi, reportistica e utilizzo). La ragione che sta dietro a questo studio è quella di verificare prima il modello con un numero limitato di istituzioni, per poi replicarlo a livello industriale in base alle lezioni apprese da questa esperienza.



Gruppo Banca Etica e la microfinanza

Il servizio di microcredito in un mercato finanziario maturo – come quello italiano – presenta alcune particolarità gestionali rispetto al contesto dei paesi in via di sviluppo. Operare in questo settore significa infatti:

- fronteggiare una maggiore probabilità di “selezione avversa” dei beneficiari, e quindi **un livello di sofferenze più alto**;
- **accettare bassi margini** da piccoli prestiti al netto dei costi di istruttoria delle pratiche, contrariamente a quanto accade nei paesi emergenti dove i tassi di interesse sono più elevati, anche per la scarsità di offerta dei servizi finanziari che permette la selezione dei progetti migliori.

Al fine di ridurre gli oneri gestionali e quindi l’elevato rischio che caratterizza i progetti, il Gruppo Banca Etica ha implementato una peculiare modalità di erogazione del microcredito, che coinvolge una pluralità di attori:

- il **personale di Banca Etica**, che possiede un know-how specifico per la valutazione del credito;
- i **clienti dei fondi di Etica Sgr**, che insieme alla stessa Sgr contribuiscono volontariamente a un fondo di garanzia ad hoc;
- **una rete di onlus, associazioni ed enti non profit** che si occupano della formazione e del coordinamento sul territorio di alcuni progetti finanziati.

Che cosa fa Etica Sgr

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 (1 euro ogni mille) **a favore di un fondo che fa da garanzia** a progetti di microfinanza ad alto impatto sociale e ambientale. È consuetudine poi che anche **Etica Sgr** contribuisca **a sua volta**, versando lo **0,1% delle commissioni attive maturate** sui fondi.

I micro-finanziamenti possono avere come **beneficiari**:

- persone in situazione di grave disagio sociale ed economico;
- persone con un progetto imprenditoriale;
- cooperative sociali con necessità di ricapitalizzazione.

I prestiti sono gestiti direttamente da Banca Etica oppure in partenariato, 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, impegnata nel rilancio del tessuto socio-economico dell’omonimo quartiere napoletano;
- Associazione Social Club, che sostiene soggetti a basso reddito a Torino.

Alcuni risultati

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**. Di questi, 86 sono stati gestiti direttamente da Banca Etica e 2 in convenzione.

I finanziamenti micro-imprenditoriali hanno rappresentato il 62% del totale dell'anno: il 51% è localizzato nel Nord Italia, il 38% al Centro e l'11% al Sud. Per quanto riguarda il microcredito socio-assistenziale, il 58% è stato indirizzato al Nord Italia, il 18% al Centro e il 24% al Sud.

A partire dal 2003, anno di istituzione del fondo di garanzia, al mese di maggio 2017 sono stati erogati **complessivamente 483 finanziamenti**, di cui circa 100 in partenariato, per un totale di **quasi €4,2 milioni prestati**.

FIGURA 18. Esiti dei finanziamenti per numero progetti

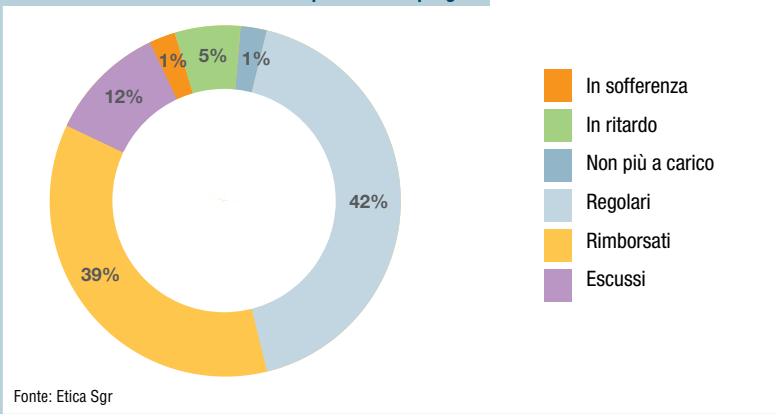
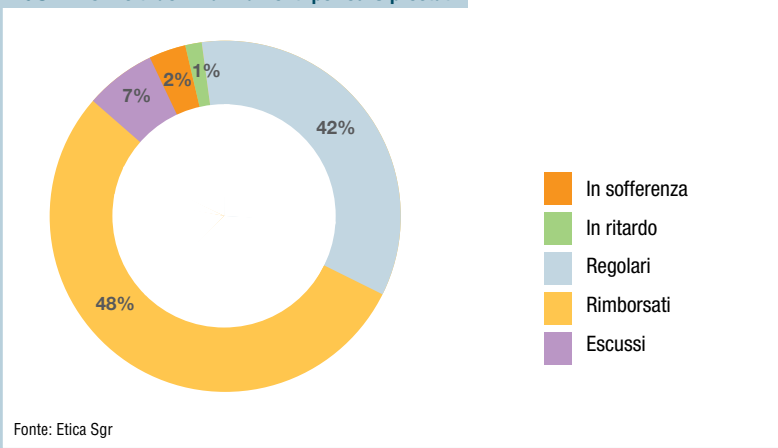


FIGURA 19. Esiti dei finanziamenti per euro prestati



I finanziamenti escussi – cioè quelli non andati a buon fine, per i quali il fondo di Etica Sgr è dovuto intervenire per sanare la situazione debitoria – sono circa il 10% del totale. Un numero più alto rispetto ai tassi di default dei prestiti tradizionali, ma che sconta un livello di rischio maggiore. Questo rischio è mitigato puntando sulle sinergie con i vari partner coinvolti, grazie ai quali si è creato un **buon equilibrio tra sostenibilità finanziaria, sviluppo economico ed obiettivi sociali**.

Numerose sono le storie di successo. Molte persone sono riuscite a risollevarsi, ricollocandosi sul mercato del lavoro, così come diverse realtà sono nate o si sono ampliate, grazie a una iniezione di fiducia, basata non solo sui numeri ma anche sulla valutazione dell'impatto sociale generato.

Oggi c'è anche il crowdfunding

A partire dal 2016, il fondo di Etica Sgr contribuisce a supportare anche progetti di crowdfunding, poiché anche i nuovi strumenti del web possono stimolare i valori della sostenibilità e rispondere alle esigenze della finanza cosiddetta inclusiva. A tal proposito, si è raggiunto un **accordo tra il Gruppo Banca Etica e Produzioni dal Basso**, una delle più importanti piattaforme italiane di crowdfunding.

Banca Etica lancia appositi bandi per promuovere progetti culturali che sviluppino nuove forme di **cittadinanza attiva e sostenibilità sociale e ambientale**. Tra tutte le candidature pervenute, vengono scelti i progetti più meritevoli, che sbarcano su Produzioni dal Basso per raccogliere finanziatori dalla rete.

Per tutte le iniziative che raggiungono il 75% del proprio obiettivo di raccolta, Etica Sgr copre il 25% rimanente, fino ad esaurimento dell'importo da stanziare deciso per l'anno di riferimento. Nel primo anno di questa nuova attività, sono stati indetti **due bandi**, denominati **"IMPATTO+"** e **"Tecnologie per il welfare e la sostenibilità"**. I progetti finanziati sono stati undici: tre appartenenti al primo bando e otto al secondo, per un contributo complessivo di €36.000¹²².

122. Maggiori informazioni sulle modalità di erogazione dei prestiti e sulle realtà sostenute sono disponibili nella sezione dedicata dei siti internet di Banca Etica ed Etica Sgr:
<http://www.bancaetica.it/progetti-speciali/crowdfunding-banca-etica>
<https://www.eticasgr.it/il-nostro-investimento-responsabile/microfinanza-e-crowdfunding>

Appendice



LE 40 RACCOMANDAZIONI PER SVILUPPARE L'IMPACT INVESTING IN ITALIA

Le raccomandazioni contenute nel rapporto *La Finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia*¹²³ sono il risultato di un ampio lavoro di consultazione dei principali stakeholder riuniti nell'Advisory Board Italiano della Social Impact Investment Taskforce (SIIT) creata in ambito G8.

Nel rapporto, gli investimenti ad impatto si caratterizzano perché concepiti attorno agli obiettivi sociali da raggiungere e sono resi sostenibili attraverso un legame tra risultati di impatto raggiunti e remunerazione del capitale investito.

Secondo tale visione l'intenzionalità proattiva con cui l'investitore persegue lo scopo sociale distingue questa nuova generazione di investimenti da altri approcci basati sull'utilizzo di sistemi di screening capaci di evitare che gli investitori vadano verso aziende con impatti ambientali, sociali e di governance negativi o insufficienti¹²⁴.

L'obiettivo delle raccomandazioni è contribuire ad estendere le potenzialità dell'imprenditorialità sociale e della finanza ad impatto, come agenti di sviluppo di un'economia inclusiva.

Social Impact Agenda per l'Italia continua l'esperienza dell'Advisory Board della SIIT e lavora per favorire la realizzazione delle raccomandazioni.

123. <http://www.socialimpactagenda.it/mission/la-finanza-che-include/>

124. Social Impact Agenda per l'Italia 2014, *La finanza che include: gli investimenti ad impatto per una nuova economia*: <http://www.socialimpactagenda.it/wp-content/uploads/2016/04/La-finanza-che-include.pdf>



Promuovere domanda e offerta di capitali: raccomandazioni

OFFERTA

TEMPISTICHE
SUGGERITE

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.



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.



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.



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.



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.



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.



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.



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.



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.



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



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.



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



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.



Promuovere la regolamentazione del **microcredito nei Paesi UE**.



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.



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.



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



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



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.



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



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.



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



*I cosiddetti TREM-Bond (Titoli di Risparmio per l’Economia Meridionale), disciplinati dal DL 70/2011 (art 8.4). Per ulteriori approfondimenti, si veda www.consob.it.

DOMANDA

TEMPISTICHE SUGGERITE

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.



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.



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.



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.



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**.



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.



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



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.



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.



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'eligibilità dei fornitori.



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).



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



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.



Facilitare l'allineamento tra domanda e offerta: raccomandazioni

ALLINEAMENTO DOMANDA E OFFERTA

TEMPISTICHE
SUGGERITE

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.



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 considerazioni eventuali modifiche dei requisiti di *disclosure* e riportando agli organi competenti contenuti con possibili implicazioni politiche.



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**.



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.



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.



BIBLIOGRAFIA

Avanzi - Sostenibilità per Azioni 2013, *I Social Impact Bond - La finanza al servizio dell'innovazione sociale*, Collana "Quaderni dell'Osservatorio" n. 11, Fondazione Cariplo.

Bank, David 2017, "What we know about Bain Capital's \$390 million Double Impact Fund": <http://bit.ly/2ug1xbH>

Bicciato, Francesco 2017, "La finanza sostenibile e la sfida climatica", *Ecoscienza*, n. 3.

Bloomberg New Energy Finance 2017a, *Green bonds: 2016 in review*.
<https://about.bnef.com/blog/green-bonds-2016-review/>

Bloomberg New Energy Finance 2017b, *New Energy Outlook 2017*:
<https://about.bnef.com/new-energy-outlook/>

Borsa Italiana 2017, "Sotto la lente. Mini bond cosa sono e come sono disciplinati", www.borsaitaliana.it, 27 febbraio 2017:
<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/minibond-271.htm>

Botti, Fabrizio, Dagradi, Diego Luigi e Torre, Luca Maria 2016, *Microfinance in Europe: a survey on EMN-MFC members (Report 2014-2015)*: <http://bit.ly/2fKricl>

Brotto, Lucio, Pettenella, Davide, *et al.* 2016, *Planted forests in emerging economies: Best practices for sustainable and responsible investments*: <http://bit.ly/2bl9vcO>

Candelise, Chiara 2016, *The application of crowdfunding to the energy sector*, in: Vassallo, Walter (a cura di) 2016, *Crowdfunding for Sustainable Entrepreneurship and Innovation*, Hershey (PA): IGI Global.

Chasan, Emily ed Eckhouse, Brian 2017, "Largest Green-Bond Fund for Emerging Markets Nearing \$2 Billion", *Bloomberg.com*, 24 agosto 2017: <https://bloom.bg/2wLz1As>

Clark, Piliita 2017, "The Big Green Bang", *Financial Times*, 19 maggio 2017.

Commissione Europea 2015, "SMEs, Resource Efficiency and Green Markets", *Flash Eurobarometer*, 426: <http://bit.ly/2x4Bird>

Commissione Europea 2014, *Piano d'azione verde per le PMI. Aiutare le PMI a trasformare le sfide ambientali in opportunità di business*: <http://bit.ly/2x51diK>

Crowdfundingbuzz.it 2017, "Infografica mercato equity crowdfunding": <http://bit.ly/1UE3oh0>

De Sy, Veronique, Herold, Martin e Kissinger, Gabrielle 2012, *Drivers of Deforestation and Forest Degradation*: <http://bit.ly/16abJCS>

EurObserv'ER 2017, *The State of Renewable Energies in Europe*:
<https://www.eurobserv-er.org/pdf/annual-overview-2016-en/>

FAO 2016, *State of the World's Forests - Forests and Agriculture: land-use challenges and opportunities*: <http://www.fao.org/3/a-i5850e.pdf>

FAO 2009, *Global demand for wood products*: <http://bit.ly/2vQ6LIR>

Forsythe, Michael 2017, "China Aims to Spend at Least \$360 Billion on Renewable Energy by 2020", *The New York Times*, 5 gennaio 2017: <http://nyti.ms/2jpxDwA>

Forum per la Finanza Sostenibile 2016, *Finanza sostenibile e cambiamento climatico*:
<http://finanzasostenibile.it/attivita/finanza-sostenibile-cambiamento-climatico/>

Forum per la Finanza Sostenibile 2015, *Engagement su temi di sostenibilità. Le società quotate e il dialogo con gli investitori*:
<http://finanzasostenibile.it/attivita/engagement-su-temi-di-sostenibilita/>

Galeone, Pierciro e Meneguzzo, Marco 2016, *La finanza sociale*, Soveria Mannelli: Rubettino.

Gestori Servizi Energetici (GSE) 2017, *Energia da fonti rinnovabili in Italia - Rapporto statistico anno 2015*: <http://www.gse.it/it/Statistiche/RapportiStatistici/Pagine/default.aspx>

GIIN 2017, *Annual Impact Investor Survey*:
https://thegiin.org/assets/GIIN_AnnualImpactInvestorSurvey_2017_Web_Final.pdf

Gonnella, Claudia e Cerlenco, Silvia 2017, *Finanza ad impatto sociale*, 11° Quaderno della Fondazione Tertio Millennio Onlus, Roma: Ecra.

Gubbio, Maurizio, Finelli, Tiziana e Peruzzi, Elena 2013, "Profughi Ambientali. Cambiamento climatico e migrazioni forzate", *Legambiente.it*: <http://bit.ly/1OYBUSx>

HLEG on Sustainable Finance 2017, *Financing a Sustainable European Economy - Interim Report*: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170713-sustainable-finance-report_en.pdf

Housing Europe 2015, *The State of Housing in the EU 2015*:
<http://www.housingeurope.eu/resource-468/the-state-of-housing-in-the-eu-2015>

International Energy Agency 2017, *Global energy investment fell for a second year in 2016 as oil and gas spending continues to drop*: <http://bit.ly/2vStMfe>

International Renewable Energy Agency 2017, "2016 a Record Year for Renewables, Latest IRENA Data Reveals", *irena.org*, 30 marzo 2017: <http://bit.ly/2vPIG4H>

Investment Leaders Group (ILG) 2017, *In search of impact. Measuring the full value of capital*: <http://www.cisl.cam.ac.uk/publications/publication-pdfs/impact-report.pdf>

ISTAT 2015, *Noi Italia. 100 statistiche per capire il paese in cui viviamo*: <http://bit.ly/2goEmUk>

López-Alcalá, Mario 2016, *The crisis of affordability in real estate. An investment case for housing in the middle of the pyramid*: <http://bit.ly/2dgdAAQ>

Marchesano, Mariarosaria 2017, "La famiglia come impresa sociale", *Tempi*, 24 agosto 2017.

Massolution 2015, *The crowdfunding industry report*.

Microfinance Barometer 2017: <http://bit.ly/2h0uG6r>

Monti, Mara 2017, "Intesa Sanpaolo, il primo Green Bond finanziario", *Il Sole 24 Ore*, 17 giugno 2017.

Pasi, Giulio 2016 (a cura di), *Modelli di risposta ai nuovi bisogni sociali e possibili scenari di riforma*: <http://bit.ly/2sTiDwr>

Reed, Stanley 2017, "Germany Strikes Offshore Wind Deals, Subsidy Not Included", *The New York Times*, 14 aprile 2017: <http://nyti.ms/2oE2zc4>

REN21 2017, "Advancing the Global Renewable Energy Transition: Highlights of the REN21 Renewables 2017 Global Status Report in Perspective", *www.ren21.net*: <http://www.ren21.net/status-of-renewables/global-status-report/>

ResponsAbility 2016, *Microfinance Market Outlook 2016. Developments, forecasts, trends*: <http://bit.ly/2w3QqAU>

Responsible Investor 2017, "World's largest ever social bond attracts Credit Agricole, APG, AP2 and Robeco", 1 giugno 2017: https://www.responsible-investor.com/home/article/worlds_largest_ever_social_bond/

Rodin, Judith 2014, *Innovation in finance for social impact*: <http://bit.ly/2xCz5QM>

Silvestrini, Gianni 2016, *Due gradi. Innovazioni radicali per vincere la sfida del clima e trasformare l'economia*, Milano: Edizioni Ambiente.

Social Finance 2012, *Microfinance, impact investing and pension fund investment policy survey*: <http://bit.ly/2gou1Yz>

Social Impact Agenda per l'Italia 2014, *La finanza che include: gli investimenti ad impatto per una nuova economia*: <http://bit.ly/2wfeotf>

Starteed 2017, *Il crowdfunding in Italia. Tutti i numeri e le piattaforme*:
<http://bit.ly/2saldeJ>

The Economist 2017a, "At what cost?", 15 luglio 2017: <http://econ.st/2uqHOR8>

The Economist 2017b, "Clean energy's dirty secret", 22 febbraio 2017:
<http://econ.st/2ldK90c>

UNEP-FI 2016, *Sustainable real estate investment. Implementing the Paris climate agreement: an action framework*: <http://bit.ly/1Rolf9v>

United States Department of Energy 2017, *US Energy and Employment Report*:
<http://bit.ly/2jsGbDt>

Usher, Eric 2016, "Real Climate Action", *ESG Magazine*, Issue 3, Spring 2016

Vecchi, Veronica, Casalini, Francesca, Cusumano, Niccolò e Brusoni, Manuela 2015,
Case Study - Oltre Venture: the first Italian impact investment fund: <http://bit.ly/2ymjTXA>

Vecchiato, Tiziano 2015, "Valutare l'impatto sociale con metriche adeguate", *Studi Zancan*,
5: <http://bit.ly/2y1qXNm>

Wackernagel, Mathis e Rees, William 1996, *Our Ecological Footprint. Reducing Human Impact on the Earth*, Gabriola Island, BC (Canada): New Society Publishers.

World Bank 2017, *The Growing Role of Minerals and Metals for a Low Carbon Future*:
<http://bit.ly/2vxe2Sn>

World Economic Forum 2013, *From the Margins to the Mainstream Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors*:
<http://bit.ly/1dpc9Ur>

PROMOTORI

Promotore: Forum per la Finanza Sostenibile

Partner: Social Impact Agenda per l'Italia

SUPERVISIONE

Francesco Biciato, Forum per la Finanza Sostenibile

COORDINAMENTO, RICERCA E REDAZIONE

Arianna Lovera e Federica Casarsa, Forum per la Finanza Sostenibile

GRUPPO DI LAVORO

Federica Abbafati FONDOPOSTE, Matteo Boccia AVANZI - MAKE A CUBE, Simonetta Bono VIGEO EIRIS, Barbara Brizio FONDAZIONE CRT, Lucio Brotto ETIFOR, Sonia Cantoni FONDAZIONE CARIPLO, Simone Castello FONDAZIONE LANG, Aldo Cavadini FONDAZIONE SODALITAS, Sivia Cerlenco FEDERCASSE, Raffaella De Felice SOCIAL IMPACT AGENDA PER L'ITALIA, Stefania Di Bartolomeo SELLA GESTIONI SGR, Maria Di Lorenzo MEFOP, Enrico Donzelli BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, Elisa Filippi UNIPOL GRUPPO S.p.A., Elena Flor INTESA SANPAOLO, Rodolfo Fracassi MAINSTREET PARTNERS, Patricia Frias FONDAZIONE CARIPLO, Sergio Galimberti INTESA SANPAOLO, Bruno Gasparroni UNICREDIT, Marco Laganà FONDO SCUOLA ESPERO, Enrico Lo Giudice MAINSTREET PARTNERS, Federica Lubatti INTESA SANPAOLO, Stefania Luzi MEFOP, Carlo Mannoni FONDAZIONE DI SARDEGNA, Sara Moratti PROMETEIA, Andrea Mosca GENERALI, Pietro Negri ANIA, Raffaella Pannuti FONDAZIONE ANT, Marisa Parmigiani UNIPOL GRUPPO S.p.A., Giulio Pasi SOCIAL IMPACT AGENDA PER L'ITALIA, Marco Patrignani INTESA SANPAOLO, Laura Penna UNICREDIT, Franca Perin GENERALI INVESTMENTS EUROPE, Federico Pezzolato VIGEO EIRIS, Giuseppe Pitotti FONDAZIONE SODALITAS, Vincenzo Prota ETICA SGR, Lorenzo Randazzo AXA IM, Isabel Reuss ALLIANZ GLOBAL INVESTORS, Giorgio Righetti ACRI, Alessandro Rovero INTESA SANPAOLO, Valentina Sagona RAIFFEISEN, Luca Salassa FONDAZIONE CRT, Sara Silano MORNINGSTAR, Lucia Silva GENERALI, Alessandro Simula UNICREDIT, Francesco Stocco FINANCE & SUSTAINABILITY, Daniele Tronci FONDAZIONE DI SARDEGNA, Mauro Ventura AZIMUT, Riccardo Villa RAIFFEISEN, Chiara Zanetti UNICEF.

RINGRAZIAMENTI

Per la testimonianza fornita all'interno del Gruppo di Lavoro e il contributo alla redazione del manuale si ringraziano: Silvana Bortolami FONDAZIONE CARIPARO, Lucio Brotto ETIFOR, Chiara Candelise ECOMILL, Rinaldo Canzi FONDAZIONE SOCIAL HOUSING, Elena Casolari FONDAZIONE OPES, Raffaella De Felice SOCIAL IMPACT AGENDA PER L'ITALIA, Paola Delmonte CDP INVESTIMENTI SGR, Stefania Di Bartolomeo SELLA GESTIONI SGR, Rodolfo Fracassi MAINSTREET PARTNERS, Marco Gerevini FONDAZIONE SOCIAL HOUSING, Claudia Gonnella FEDERCASSE, Matteo Leonardi WWF, Chiara Maria L  v  que FONDAZIONE LANG, Enrico Lo Giudice MAINSTREET PARTNERS, Stefania Luzi MEFOP, Federico Mento HUMAN FOUNDATION, Aldo Moaro MICROFINANZA RATING, Giulio Pasi SOCIAL IMPACT AGENDA PER L'ITALIA, Christian Regnicoli RESPONSABILITY, Isabel Reuss ALLIANZ GLOBAL INVESTORS, Tiziano Vecchiato FONDAZIONE ZANCAN, Davide Zaroni AVANZI.

Inoltre, il Forum per la Finanza Sostenibile ringrazia Fondazione Cariplo per aver ospitato le riunioni del Gruppo di Lavoro.

DISCLAIMER

La responsabilità di questa pubblicazione perviene esclusivamente al Forum per la Finanza Sostenibile. I pareri ed i suggerimenti offerti dai componenti del Gruppo di Lavoro sono stati considerati quali contributi utili alla consultazione; tuttavia, i redattori e i coordinatori del documento rimangono i soli responsabili dei contenuti espressi nel testo. Tale considerazione si estende a tutte le organizzazioni socie del Forum le quali, pur avendo incoraggiato e approvato il progetto nel suo insieme, non necessariamente si riconoscono in ogni e ciascuna affermazione contenuta in questo documento – che, perciò, non ipoteka la loro posizione sull'argomento. Questo documento è stato redatto con scopi informativi e di divulgazione. La riproduzione dei contenuti non è in alcun modo limitata – anzi è incoraggiata. Si prega di citare sempre il Forum per la Finanza Sostenibile quale fonte.



Forum per la Finanza Sostenibile FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE

Il Forum per la Finanza Sostenibile (FFS) è un'associazione senza scopo di lucro

nata nel 2001. È un'organizzazione multi-stakeholder: ne fanno parte operatori del mondo finanziario ed altri soggetti interessati dagli effetti ambientali e sociali dell'attività finanziaria. La missione del FFS è promuovere l'integrazione di criteri ambientali, sociali e di governance nelle politiche e nei processi di investimento.

In particolare, l'Associazione si occupa di:

- fornire ai propri associati una rete informativa e formativa, con lo scopo di incoraggiare lo scambio e la crescita culturale in materia di investimento sostenibile e responsabile;
- informare, educare e sensibilizzare la comunità finanziaria e i pubblici esterni (media e la collettività in generale) sulle tematiche connesse all'SRI, attraverso eventi culturali, seminari, workshop, diffusione di pubblicazioni e campagne di comunicazione;
- alimentare e consolidare le relazioni con istituzioni e organizzazioni interessate al raggiungimento di obiettivi analoghi a quelli dell'Associazione;
- promuovere l'attuazione di un quadro regolamentare a livello nazionale ed europeo che favorisca la diffusione dell'investimento sostenibile e responsabile.

Inoltre, dal 2012 il Forum è promotore e coordinatore della Settimana dell'Investimento Sostenibile e Responsabile in Italia (www.settimanasri.it).

A livello internazionale, il FFS è membro e siede nel Board di Eurosif, associazione impegnata a promuovere la finanza sostenibile nei mercati europei.

www.finanzasostenibile.it - <https://twitter.com/ItaSIF> - <http://investiresponsabilmente.it/>



SOCIAL IMPACT AGENDA PER L'ITALIA

Social Impact Agenda per l'Italia nasce per rafforzare il mercato degli investimenti ad impatto sociale e rappresenta l'Advisory Board italiano all'interno del Global Steering Group on Social

Impact Investment - GSG, organizzazione globale che raccoglie l'esperienza della Social Impact Investment Taskforce creata in ambito G8.

Fanno parte di Social Impact Agenda per l'Italia organizzazioni provenienti da settori diversi, come quello cooperativo, finanziario, assicurativo e filantropico, interessate a dare slancio all'economia sociale italiana.

L'operato di SIA si basa sulle raccomandazioni contenute nel rapporto *La finanza che include* con lo scopo di contribuire alla loro realizzazione in favore dell'innovazione sociale.

Forum per la Finanza Sostenibile
Via Ampère 61/A
20131 Milano
Tel. +39 02 30516028
www.finanzasostenibile.it