

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

La Finanza al Servizio della Sostenibilità: il Caso dei Social Bond

Prof. Daniele Previtali

RELATORE

Paolo Caprarelli
Matr. 206141

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

*A mamma e papà,
al loro credere in me
aldilà delle loro forze.
Un piccolo omaggio.*

Sommario

Introduzione	i
CAPITOLO 1. LA FINANZA SOSTENIBILE. INTRODUZIONE, DESCRIZIONE E FATTISPECIE.	I
1.1. Gli investimenti sostenibili	5
1.2. Le banche sociali	10
1.3. Gli strumenti finanziari sostenibili	15
1.3.1. Il Microcredito	15
1.3.2. Il Crowdfunding	17
Appendice Capitolo 1	21
Bibliografia Capitolo 1	25
CAPITOLO 2. I BOND SOSTENIBILI; SOCIAL BOND E SOCIAL IMPACT BOND.	28
2.1. I Social Bond – i requisiti	28
2.2. Le tipologie di Social Bond	31
2.3. I Social Project Bonds o Social Impact Bond	31
2.3.1. Attori	33
2.3.2. Tipi di Social Impact Bond	33
2.3.3. Punti di forza ed insidie – confronto con la letteratura accademica.	35
Appendice Capitolo 2	38
Bibliografia Capitolo 2	39
CAPITOLO 3. ANALISI DEI SOCIAL BOND.	40
3.1. Premessa metodologica	40
3.2. Analisi di ricerca	41
3.2.1. Campione	41
3.2.2. Redditività dei titoli – Analisi degli Spread	43
3.2.2. Liquidità dei titoli – Analisi dei volumi e dei bid-ask spread	47
3.3. Considerazioni finali e conclusioni	50
Appendice Capitolo 3	52

Introduzione

Il seguente lavoro nasce come lo sviluppo dell'interesse che ho riscontrato nel corso degli studi universitari circa uno dei dilemmi fondamentali dell'economia pubblica: quello tra efficienza ed equità (*equity-efficiency tradeoff*), argomento ampiamente discusso nella letteratura economica nella seconda metà del Novecento e che trova concretizzazione con la pubblicazione di Arthur Okun (1975) "*Equality and Efficiency: The Big Tradeoff*", nel quale l'autore afferma che implementare delle politiche redistributive riduce gli incentivi che spingono i singoli individui a lavorare e ad investire. In poche parole, sostiene che non è possibile intervenire nell'economia senza che vi siano delle perdite nel trasferimento delle risorse – i.e. delle inefficienze. Da queste considerazioni nasce uno dei dubbi che mi pongo più frequentemente durante gli studi, ossia se Equità ed Efficienza si comportino effettivamente in perfetta antitesi, oppure se è possibile che queste operino a pieno regime simultaneamente.

Nel corso dell'ultimo semestre, sono stati due gli eventi che si sono rivelati fondamentali nell'ampliamento di questa riflessione: primo, il corso di "Economia dei Mercati degli Intermediari Finanziari", che mi ha fornito una panoramica sul funzionamento e comportamento dei principali attori e meccanismi del mondo della Finanza; secondo, l'insurrezione pacifica del movimento "pro-sostenibilità" (con a capo la giovane attivista svedese Greta Thunberg), il cui obiettivo è quello di sensibilizzare uno sviluppo intelligente, capace di soddisfare i bisogni della generazione presente, senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri. La circostanza che si è venuta a creare dalla combinazione di queste due situazioni ha suscitato in me una grande curiosità. Nello specifico cominciai a chiedermi se fosse possibile sfruttare la finanza, realtà incentrata su paradigmi volti all'efficienza, per soddisfare delle necessità socio-ambientali di medio-lungo periodo. Durante un colloquio con il Professore della cattedra "Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari" Daniele Previtali, mi fu suggerita l'esistenza di una frontiera relativamente giovane della Finanza, denominata appunto "Finanza Sostenibile", la cui idea alla base consta nell'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria. Dopo diverse ricerche, decisi di soffermarmi sui c.d. *Social Bond*, una nuova tipologia di strumento obbligazionario collocabile all'interno della famiglia degli strumenti finanziari sostenibili. Si tratta di una categoria di obbligazioni i cui proventi sono esclusivamente indirizzati al finanziamento, totale o parziale, di progetti con finalità sociali. In particolare, la domanda di ricerca ruota intorno la verifica della convenienza – in termini economici – di questi titoli all'interno di un eventuale investimento.

Il lavoro è stato strutturato in tre parti: la prima, prevalentemente di carattere introduttivo, ha il compito di iniziare il lettore all'interno della Finanza Sostenibile, settore dell'industria finanziaria in rapida ascesa, soprattutto a partire dal biennio della Grande Crisi Finanziaria del 2007-2008, anni in cui si cominciò a mettere in discussione il funzionamento ed i frutti del Capitalismo; nel corso del primo capitolo, verranno illustrate tre

forme – investimenti sostenibili, banche sociali e strumenti finanziari sostenibili – attraverso le quali si sviluppa questa nuova corrente della finanza. Nella seconda parte, ci focalizzeremo su una sottocategoria degli strumenti finanziari sostenibili, ossia i “Bond Sostenibili”, titoli obbligazionari i cui proventi sono indirizzati alla realizzazione di progetti che siano allineati con i 17 obiettivi stipulati dalle Nazioni Unite da raggiungere entro il 2030 per garantire un pieno sviluppo economico sostenibile, ossia rispettando gli interessi sociali ed ambientali delle generazioni future. Rientra tra questi il nostro oggetto di ricerca, il *Social Bond*. Si andrà a sviscerare la loro ragion d’essere, definendo i principali caratteri, illustrando il loro meccanismo di funzionamento e commentando le diverse tipologie esistenti. Infine, ci avvarremo di alcune considerazioni effettuate in conclusione di capitolo per agganciarci alla parte finale del lavoro, nella quale andremo ad appurare analiticamente come lo strumento oggetto di analisi viene reputato all’interno del mercato mobiliare. Per fare ciò, abbiamo individuato diverse variabili che potessero rappresentare indicativamente la profittabilità e la liquidità del Social Bond e che sono state quindi consultate sulle principali banche dati del settore. Dalla ricerca effettuata è emersa una sensibile arretratezza del bond sociale rispetto ad altri strumenti finanziari sostenibili, che ancora non consente una circolazione autonoma e sostenuta di quest’ultimo; nel momento in cui è stata scritta la seguente tesi, potrebbe risultare pertanto sconveniente, in termini economici, un investimento in *Social Bond*. A tal proposito sono state individuate due possibili fattori che contribuiscono a tale condizione, da una parte l’assenza di definizioni universalmente accettate che consentano un mutuale riconoscimento dello strumento da parte degli attori operanti nell’industria finanziaria, dall’altra la mancata transizione del paradigma utilitarista ancora predominante all’interno del sistema capitalistico.

Capitolo 1. La Finanza Sostenibile. Introduzione, descrizione e fattispecie.

Nel campo della Finanza, il concetto di sostenibilità, almeno per il suo significato, non è certamente una scoperta dell'ultimo decennio. Difatti, già nella seconda metà del 900 si cominciò a nutrire l'idea di una Finanza differente, orientata maggiormente verso la sostenibilità; la nascita dei primi istituti di microcredito, tra cui la famosa Grameen Bank nel 1983, ne è l'esempio. Ma è immediatamente dopo lo scoppio della Grande Recessione che l'argomento si popolarizza, divenendo sempre più discusso dalla comunità scientifica (Carè, 2018). Alcune critiche partono addirittura dalla filosofia di fondo appartenente alla visione dominante della Finanza moderna: una filosofia positivista che sostiene la possibilità di studiare la realtà finanziaria con gli stessi strumenti di una scienza naturale (Lagoarde-Segot 2015). Da questa intuizione si sviluppa poi un paradigma oggettivista e utilitarista, tipico della scuola neoclassica che vede nella massimizzazione della ricchezza degli stakeholder il suo principale obiettivo. In altre parole, si ritiene che l'obiettivo dei mercati finanziari, o delle imprese in generale, sia quello di creare quanta più ricchezza possibile, mentre è poi compito dello stato redistribuire tale ricchezza. Questa visione è stata utilizzata come "cavallo di battaglia" negli anni 80', decennio caratterizzato dalle politiche fortemente orientate verso una deregolamentazione e liberalizzazione dei mercati tipiche degli Stati Uniti d'America con Ronald Reagan e del Regno Unito con Margaret Thatcher.

Tuttavia, l'idea che due braccia del sistema – Finanza e stato – potessero lavorare in maniera autonoma ed indipendente si scontrò con il muro del biennio 2007-2008, anni in cui si manifestarono i limiti della Finanza classica, incapace di creare una "ricchezza condivisa" (*shared value*; Kramer, 2011) nel lungo periodo.

Ma la recente crisi finanziaria del 2008 si è rivelata anche una crisi di insostenibilità, nella quale le banche non sono riuscite a soddisfare gli interessi dei diversi stakeholder, manifestando un'attenzione faziosa verso i livelli manageriali più alti (Polonskaya e Babenko, 2012). Ciononostante, le banche commerciali, così come l'intera industria finanziaria, continuano a rivestire un ruolo cruciale nell'allocazione di risorse destinate alla crescita dell'attività economica ed umana, sia dell'oggi che del domani, possedendo la potenzialità di dare il via ad un'economia stabile e sostenibile (Alexander, 2014), attraverso la mobilitazione dei risparmi privati verso investimenti sostenibili.

Conseguentemente, prese sempre più piede la convinzione di integrare finalità economiche ed interessi non-economici a monte, già all'interno dei mercati finanziari, dando vita a degli intermediari in grado di generare un impatto anche su delle dimensioni che fossero diverse da quelle canoniche.

Nasce quindi la necessità di risolvere una doppia sfida: da un lato, riconquistare la fiducia perduta nei consumatori, dall'altro, impegnarsi per favorire un'economia e una società più sostenibile, anche perché è emerso come sia di primario interesse per gli intermediari finanziari tenere in considerazione i rischi ambientali

e sociali. Un report della PriceWaterhouseCoopers (Pwc, 2019) ha evidenziato infatti come l'impatto di questi rischi sia, oltre che tangibile ed imminente, di natura finanziaria. Esso cita degli esempi dimostrativi:

- L'incremento delle catastrofi naturali di origine metereologica ha ripercussioni sulle imprese di assicurazione che dovranno prepararsi a fronteggiare costi maggiori;
- Le Banche, a causa della minore redditività delle imprese più esposte ai cambiamenti climatici o altamente dipendenti da risorse naturali in via di esaurimento, saranno esposte a maggiori perdite;
- Le imprese che non rispettano le norme internazionali sulla sostenibilità subiranno un danno d'immagine e giuridico, che causerà ingenti perdite finanziarie.

Oltre a ciò, diversi studi (Ferreira et al., 2015) hanno evidenziato come l'interessamento a certe dinamiche, piuttosto che ad altre, influenza la visione che i consumatori hanno di quel brand, e come nello specifico, l'impegno in campagne ambientali favorisca un processo di fidelizzazione (Fay, 2012). In un'industria nella quale il cambio di prodotto – se inteso come cambio di un conto bancario - è un fenomeno relativamente raro, la fidelizzazione del cliente appare quindi come un elemento che può garantire un potenziale vantaggio competitivo, dimostrazione di come le banche commerciali possano direttamente beneficiare di un modello innovativo di business orientato verso la sostenibilità.

A proposito, Angus Yip, professore delle Università di Cambridge e Hong Kong e Nancy Bocken, professore presso l'Università di Delft, hanno individuato otto archetipi di business sostenibile (Yip & Bocken, 2018) per l'industria bancaria, differenziati in tre categorie: archetipi tecnologici, sociali ed organizzativi. Questi archetipi di Finanza Sostenibile non sono necessariamente escludibili tra loro. L'adozione di uno non preclude la possibilità di farlo con i restanti, ma ciascun operatore può integrarli a seconda della diversa sfumatura che vuole dare al suo modello di business.

1. **Massimizzare l'efficienza energetica e dei materiali (tecnologico):** nel settore bancario, l'utilizzo di carta ha un forte impatto negativo sull'ambiente, principalmente per via dell'eccessivo consumo per la raccolta di numerosi dati e documenti. Grazie alla digitalizzazione si riesce a ridurre l'estrazione di risorse naturali, con meno scarti ed emissione di anidride carbonica.
2. **Digitalizzazione dei processi (tecnologico):** il fornimento di servizi è un processo indispensabile per le banche ed inseparabile dai propri clienti; in questo la carta rappresenta il mezzo di comunicazione più comodo per la realizzazione delle transazioni bancarie di routine. Tuttavia, utilizzando gli strumenti del *digital banking*, si potranno ridurre i volumi di carta utilizzata ma anche gli spazi operativi, con un'ulteriore riduzione delle emissioni dannose per l'ambiente. Il *digital banking* costituisce una valida alternativa alle banche tradizionali nei paesi in via di sviluppo, offrendo un rimedio alle scarse infrastrutture e ai costi di viaggio.

3. **Incoraggiare la sufficienza (sociale):** si tratta di un modello che cerca attivamente di ridurre il consumo ed evitare la sovra-fornitura di servizi, così da ridurre il rischio reputazionale ed aumentare la fedeltà dei consumatori. La vendita spropositata di servizi, qualora includesse il fornimento di servizi non prezzati correttamente, potrebbe avere degli effetti devastanti, creando scenari nei quali numerose persone soffrirebbero ingenti perdite durante periodi negativi del ciclo economico. Per queste ragioni, sempre più banche stanno mutando il loro sistema di ricompense, incentrato non più sui volumi di vendita, bensì sull'effettivo soddisfacimento dei bisogni del cliente.
4. **Proteggere gli interessi degli stakeholder (sociale):** fornitura di servizi pianificati per il coinvolgimento proattivo dei propri stakeholders, con il fine di assicurare un benessere a lungo termine. Questo contribuisce al rafforzamento della credibilità del brand e della banca in sé.
5. **Creazione di un valore inclusivo (sociale):** attraverso l'utilizzo di prodotti bancari innovativi, servire le fasce di popolazione più vulnerabili o quelle con meno accesso al mondo bancario (ad esempio finanziamenti alle PMI o microcredito alle persone meno abbienti). Naturalmente questo processo deve essere realizzato compensando il maggior rischio con un tasso di interesse adeguato.
6. **Conversione alle tematiche sociali ed ambientali (organizzativo):** le banche che adottano questo archetipo, agiscono direttamente nel campo della sostenibilità, rivolgendo il loro business direttamente ed esclusivamente a quei clienti che generano un impatto positivo sull'ambiente e sulla società. Si tratta dell'archetipo più estremo, in quanto muta profondamente il modo di fare banca e, per tale ragione, le banche tradizionali difficilmente lo implementano a pieno. Le banche che intraprendono questa conversione vengono chiamate banche sociali o social banks. Esistono comunque delle forme ibride nel quale sussiste un doppio modello di business (es. HSBC Rural Bank).
7. **Resilienza nella concessione di prestiti (organizzativo):** integrare all'interno dei sistemi di valutazione dei criteri che taglino fuori quei prenditori di fondi che hanno un impatto negativo sull'ambiente o sulla società. Questo archetipo ha una doppia azione. Una diretta, ossia quella di salvaguardare la banca da un incremento di rischio reputazionale; l'altra, indiretta, sui prenditori di denaro, in quanto un'implementazione di questi criteri ridurrebbe i rischi sociali ed ambientali che la banca si accolla, con la conseguenza di una riduzione nel costo del denaro.
8. **Prodotti finanziari sostenibili (organizzativo):** questo modello si concentra sulla realizzazione di prodotti sempre più innovativi, per far sì che aumentino le possibilità di contribuire alla causa della sostenibilità. Questo perché è sempre più crescente il numero di investitori, risparmiatori ma anche figure istituzionali interessate agli argomenti della sostenibilità. L'opportunità è quella di creare nuovi mercati finanziari che soddisfino le nuove richieste di risparmiatori e prenditori di fondi.

Il seguente lavoro propone di studiare in maniera più dettagliata tre particolari innovazioni del settore ed esempi dell'integrazione dei diversi archetipi – nello specifico, quelli di natura organizzativa – cercando di

trovare delle misure quantitative che delineino in che modo gli agenti stanno applicando questi preconcetti di Finanza alternativa. Cominceremo con il tema investimenti sostenibili, seguito dalle banche sociali. Infine, andremo spiegare alcuni tra gli strumenti innovativi maggiormente utilizzati nel campo della Finanza alternativa, con uno specifico focus nei prossimi capitoli sugli *impact bond* e sui *social impact bond*.

Inoltre, ai fini di una maggior chiarezza, quando, nel corso del lavoro, verranno citate parole come “sostenibilità, obiettivi sostenibili, trend di lungo periodo”, si adatterà come punto di riferimento la risoluzione adottata dall’Assemblea Generale delle Nazioni Unite, il 25 Settembre 2015, che ci aiuta a fornire una definizione generale ed universale di Sviluppo Sostenibile a livello istituzionale. Essa cita che per Sviluppo Sostenibile si intende infatti “*quello sviluppo che incontra le necessità della presente generazione senza che siano compromesse le possibilità che le future facciano altrettanto; uno sviluppo sostenibile richiama a sforzi combinati nel costruire un futuro che sia inclusivo, sostenibile e resiliente sia per la popolazione che per il pianeta*”.

Il concetto di sviluppo sostenibile si articola in tre macro-dimensioni: promozione di una crescita economica inclusiva, protezione dell’ambiente, e promozione di un’inclusione sociale. Nello specifico le Nazioni Unite individuano diciassette obiettivi da raggiungere, entro il 2030, per garantire un pieno sviluppo economico sostenibile. Essi sono:

1. Eliminare la povertà in tutte le sue forme dappertutto.
2. Eliminare la fame, raggiungere una sicurezza del cibo e migliorare la nutrizione e promuovere la sostenibilità agricola.
3. Assicurare delle vite in salute e promuovere uno stile di vita sano a tutte le età.
4. Assicurare un’istruzione inclusiva ed equa e promuovere le opportunità di apprendimento che si hanno durante la vita a tutti gli esseri umani.
5. Raggiungere un’eguaglianza di genere e rafforzare il potere di donne e ragazze.
6. Assicurare una disponibilità e gestione delle risorse idriche e della sanità a tutti.
7. Assicurare un accesso all’energia che sia permissibile, affidabile, sostenibile, e moderno a tutti.
8. Promuovere una crescita economica che sia sostenuta ed inclusiva; promuovere, inoltre, un’occupazione produttiva e decente a tutti.
9. Costruire delle infrastrutture resilienti, promuovere un’industrializzazione inclusiva e sostenibile ed incoraggiare l’innovazione.
10. Ridurre le disuguaglianze presenti tra i vari Stati.
11. Rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, resilienti e sostenibili.
12. Assicurare un sistema di produzione e consumo sostenibile.
13. Prendere provvedimenti urgenti per contrastare il cambiamento climatico ed il suo impatto.

14. Conservare ed usare sostenibilmente gli oceani, i mari e tutte le risorse marine per uno sviluppo sostenibile.
15. Proteggere, ristabilire e promuovere un uso sostenibile degli ecosistemi terrestri, gestire sostenibilmente le foreste, combattere la desertificazione, e fermare e convertire la degradazione delle terre e la perdita della biodiversità.
16. Promuovere delle società pacifiche ed inclusive per uno sviluppo sostenibile, provvedere ad un accesso ai sistemi giudiziari per tutti e costruire delle istituzioni che siano efficaci, responsabili ed inclusive in tutti i loro livelli.
17. Rafforzare i sistemi di implementazione e revitalizzare gli Accordi Globali per uno Sviluppo Sostenibile.

1.1. Gli Investimenti Sostenibili

Il primo modello che andremo ad analizzare riguarda l'innovazione del processo di approvazione dei prestiti. Con esso si intende una banca che attraverso i suoi sistemi valutativi e decisionali, tende a selezionare solamente target d'investimento che rispettano i c.d. criteri ESG (*Environmental, Social and Governance Criteria*). Nello specifico, tutti quegli investimenti che sono rivolti a modelli di business che rispettano i criteri ESG prendono il nome di investimenti sostenibili (oppure *Sustainable and Responsible Investment – SRI*)¹. Possiamo quindi identificare questa pratica come supporto “indiretto” alla sostenibilità, in quanto l'intermediario non agisce direttamente in pratiche sociali ed ambientali, ma opera in maniera tale da favorire, nel panorama finanziario, solo quei clienti – commerciali o personali – che non presentano un modello di business nocivo per le generazioni future.

Per una definizione esaustiva del concetto di Investimento Sostenibile possiamo avvalerci della *Darmstadt Definition of Sustainable Investment*. Ricollegandoci a questa, possiamo dire che un investimento, per essere ritenuto sostenibile, deve soddisfare una serie di requisiti provenienti da tre differenti prospettive: economica, ecologica e sociale.

Per quanto riguarda la prospettiva economica, bisogna che:

- I profitti siano accumulati sulla base di strategie di produzione ed investimento che mirano al lungo termine, e non alla massimizzazione di profitti nel breve;
- I profitti ricavati dagli investimenti siano correlati con un aumento del valore economico in termini reali;
- Non venga minacciato il soddisfacimento di bisogni fondamentali;

¹ I termini “Investimento Sostenibile” e *SRI* verranno utilizzati in maniera intercambiabile.

- I profitti non siano il frutto di pratiche corruttive.

Ecologicamente parlando, bisogna che i profitti siano in linea con:

- un incremento della produttività delle risorse;
- investimenti in risorse rinnovabili;
- riciclo e riuso di materiali;
- la fattibilità con il sistema ecologico locale e globale.

Dal punto di vista sociale e culturale, è necessario che i profitti siano in linea con:

- lo sviluppo del capitale umano (responsabilità nell'occupazione, istruzione, supporto ai liberi professionisti, compatibilità tra famiglia e lavoro e rispetto dell'individualità della persona).
- lo sviluppo di capitale sociale (creazione di opportunità per un'occupazione redditizia, equo compromesso tra generazioni, trattamento senza discriminazione delle minoranze, impegno verso una cittadinanza responsabile delle imprese).
- lo sviluppo di capitale culturale (rispetto e rafforzamento delle diversità culturali ribadendo la protezione dei diritti civili e delle libertà di ognuno e l'integrità sociale).

Alla luce di questa definizione, si può notare come l'elemento comune sia la considerazione di tendenze ed esigenze di lungo periodo. Questi criteri, se correttamente integrati ed applicati all'interno dei sistemi valutativi delle banche, vanno a creare in qualche modo un ambiente selettivo, costituendo un forte incentivo per le imprese nello strutturare dei modelli di business che siano coerenti e compatibili con gli obiettivi di sostenibilità nel lungo termine².

Esistono numerose strategie per il supporto di un sistema d'investimenti che generi ritorni sostenibili nel lungo periodo, senza compromettere il raggiungimento ed il mantenimento delle prerogative non-economiche. La GSIA³ - *Global Sustainable Investment Alliance* - ne individua sette (GSIA – Responsible Investment Strategies, 2017):

1. **Best-in-Class/Best-in-Universe/Best-effort**: strategia con la quale i potenziali investimenti vengono selezionati o valutati secondo le imprese o gli asset che meglio rispecchiano le analisi ESG all'interno del loro settore, nell'economia generale o in casi specifici.
2. **Engagement and Voting**: la partecipazione influente o dominante, attraverso il possesso di azioni, in compagnie con un interesse particolare verso i criteri ESG. Si tratta di una strategia a lungo termine,

² In gergo tecnico, BMfS, ossia *Business Models for Sustainability*. Vedi La Torre, M. "Business Models for Sustainable Finance: The case Study of Social Impact Bonds.

³ Nasce dalla Collaborazione delle principali organizzazioni a tema "investimento sostenibile" nel mondo. La sua missione è quella di approfondire l'impatto e la visibilità di tali organizzazioni a livello globale. La sua visione è quella di un mondo nel quale gli investimenti sostenibili sono integrati nel sistema finanziario, sia per quanto riguarda la catena di investimenti che per quanto riguarda la copertura globale delle istituzioni membro.

che tenta di influenzare internamente il comportamento delle aziende e aumentare il *disclosure* di informazioni sensibili.

3. **ESG Integration:** fare in modo che gli asset manager includano, sistematicamente ed esplicitamente, i criteri ESG all'interno delle loro analisi finanziarie rischio-opportunità e nelle decisioni di investimento. Il processo d'integrazione si focalizza sul potenziale impatto delle questioni riguardante tali criteri sui conti della compagnia, i quali a loro volta andrebbero ad influenzare le decisioni d'investimento.
4. **Exclusions:** approccio “negativo” che vede l'esclusione sistematica di specifici investimenti o classi d'investimento in determinate compagnie, settori o interi Stati. Il principale criterio di esclusione riguarda l'attività esercitata come, ad esempio, la produzione di armi, tabacco, materiale pornografico o test su animali. Altri criteri possono riguardare i valori o l'etica aziendale che determinano le scelte di business.
5. **Impact Investing:** si tratta di investimenti effettuati a favore di compagnie, organizzazioni o fondi con l'intento di generare un impatto sociale ed ambientale, affiancato da un ritorno finanziario. Questa tipologia di investimenti riguarda principalmente mercati emergenti e/o in via di sviluppo e il ritorno obiettivo viene fissato all'interno di una fascia che sottostà il rendimento di mercato.
6. **Normed-based Screening:** ottemperanza ed armonizzazione di standard e norme internazionali che riguardano il rispetto dei criteri ESG, come quelle emanate dalle Nazioni Unite.
7. **Sustainability-Themed:** attività di investimento o possesso di asset che riguardano lo sviluppo della sostenibilità. Ad esempio, fondi d'investimento a tema su questioni specifiche o combinate che riguardano i criteri ESG.

Come evidenzia il report biennale da loro pubblicato (GSIA, 2019), tenendo in considerazione i 5 mercati più importanti, all'inizio del 2018 gli investimenti globali sostenibili hanno raggiunto un totale di 30.7 trilioni di dollari, con una crescita complessiva dei volumi del 14.56% e un tasso annuo di crescita composto⁴ del quadriennio 2014-2018 pari al 12.2%

Regione	2014	2016	2018	Crescita (2014- 2016)	Crescita (2016- 2018)	CAGR (2014- 2018)
Europa	11,843	12,040	14,075	1.7%	16.9%	4.4%
U.S.A.	6,572	8,723	11,995	32.7%	37.5%	16.2%
Giappone	7.5	474	2,180	6220.0%	359.9%	312.9%
Canada	805	1,086	1,699	34.9%	56.4%	20.5%

⁴ Il tasso annuo di crescita composto (CAGR) è quel tasso d'interesse che sarebbe richiesto in un investimento per raggiungere, da una posizione di equilibrio iniziale, una posizione di equilibrio finale.

Australia/Nuova Zelanda	162	516	734	218.5%	42.2%	45.9%
Totale Top 5 Markets	19,390	22,839	30,683	17.8%	34.3%	12.2%

Tabella 1. Volumi degli Investimenti Sostenibili Globali. Cifre espresse in milioni di dollari⁵. Fonte: GSIA - 2018 Global Sustainable Investment Review. Fonte: GSIA.

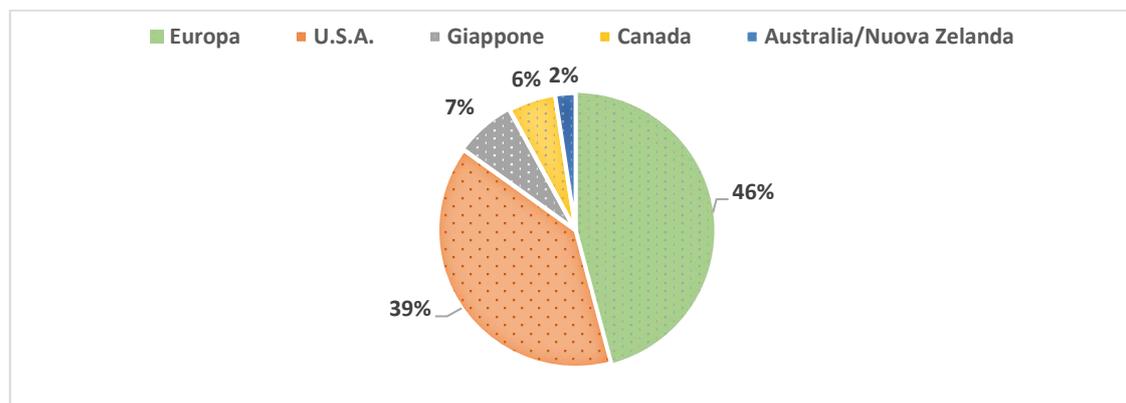


Tabella 2. Proporzione del Volume degli Investimenti Sostenibili Globali per area geografica. Fonte: GSIA.

Nell'ultimo quadriennio, è possibile constatare un notevole aumento degli Investimenti Sostenibili, soprattutto nei mercati orientali, con una speciale menzione per il risultato giapponese (CAGR maggiore del 300%). La causa risiede nel forte interessamento dell'Amministrazione Abe in una crescita che fosse sia economica che sostenibile e nell'adesione dei Principi per un Investimento Responsabile dei due principali investitori istituzionali: il Fondo Pensionistico Statale (GPIF) e la *Pension Fund Association* (PFA).

Nonostante una crescita rallentata negli ultimi anni, l'Europa si dimostra il continente più sensibile alle tematiche della sostenibilità, con un totale dei volumi pari a quasi 13 trilioni di euro⁶, grazie all'impegno della Commissione Europea nel completare le sue politiche di Finanza Sostenibile⁷. Andando nello specifico, notiamo come le pratiche maggiormente utilizzate in Europa siano le Esclusioni (*Exclusions*) e il

⁵ I risultati potrebbero differire numericamente da quelli del report. Questo perché, per favorire la rilevazione di ulteriori risultati, alcuni valori sono stati convertiti con il rispettivo tasso di cambio storico.

⁶ Eurosif – SRI Study 2018. Associazione leader in Europa per la promozione e l'avanzamento di un investimento sostenibile e responsabile. Le sue intenzioni sono

- a. Promuovere la pratica degli SRI;
- b. Fare lobbying per una regolamentazione e legislazione europea che supporti lo sviluppo dei SRI;
- c. Supportare i suoi membri nello sviluppo del business dei SRI;
- d. Promuovere lo sviluppo e la collaborazione tra i fondi di investimento specializzati (SIF);
- e. Fornire ricerche ed analisi sullo sviluppo delle tendenze nel contesto del mercato europeo dei SRI;
- f. Aumentare la consapevolezza e la domanda dei SRI nel mercato di capitali europeo.

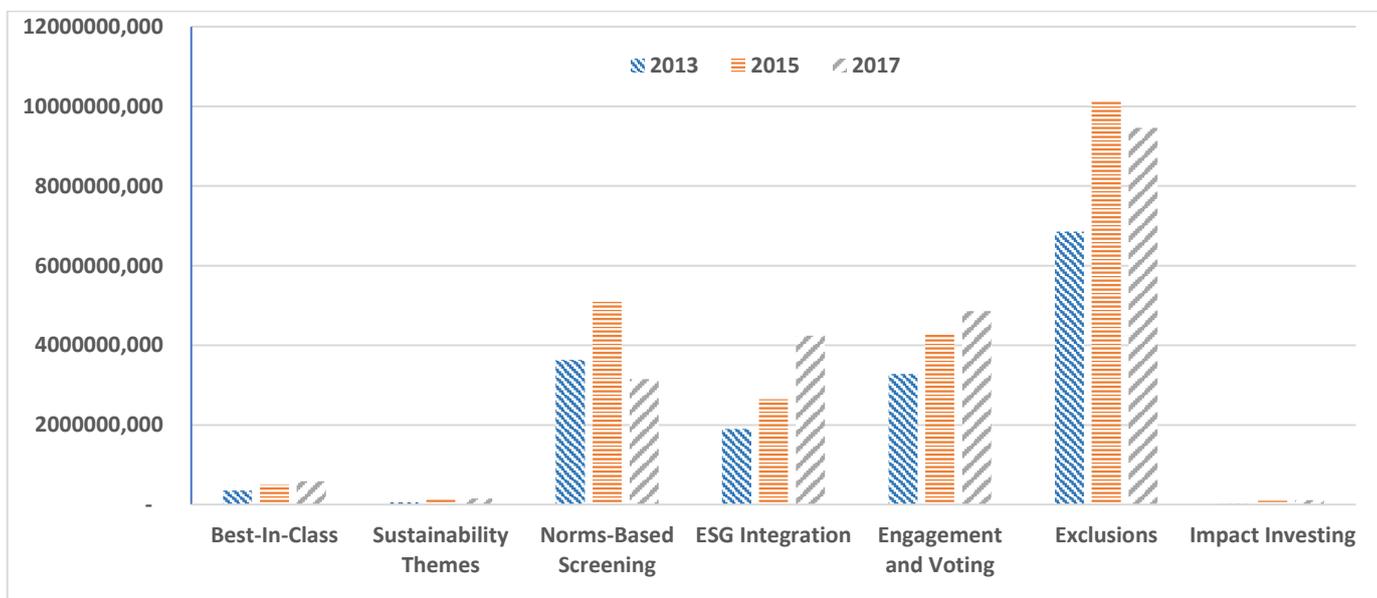
⁷ Tra le più importanti, lo sviluppo di una tassonomia per gli investimenti sostenibili, e la richiesta verso gli istituti di utilizzare degli standard di reporting comuni quando si fanno rivelazioni inerenti ai fattori ESG.

Coinvolgimento degli Shareholders al tema / Partecipazione ai processi decisionali aziendali (*Engagement and Voting*).

Europe Sustainable investment 2017	2013	2015	2017
Best-In-Class	353,555.00	493,375.00	585,735.00
Sustainability Themes	58,961.00	145,249.00	148,840.00
Norms-Based Screening	3,633,794.00	5,087,774.00	3,147,981.00
ESG Integration	1,900,040.00	2,646,346.00	4,239,932.00
Engagement and Voting	3,275,930.00	4,270,045.00	4,857,550.00
Exclusions	6,853,954.00	10,150,595.00	9,464,485.00
Impact Investing	20,269.00	98,329.00	108,575.00

Nonostante un calo nell’ultimo biennio (da 10.15 a 9.4 trilioni), la strategia delle Esclusioni presenta una crescita importante se consideriamo tutto l’arco temporale di riferimento, con un CAGR pari al 23,50%. D’altra parte, il coinvolgimento – diretto e indiretto – nell’azionariato non ha cessato di mostrare risultati soddisfacenti con un CAGR del 7%, suggerendoci un aumento del desiderio da parte delle proprietà di sfruttare la propria posizione per indirizzare le proprie compagnie verso la causa in questione.

Tabella 3. Andamento degli Investimenti Sostenibili in Europa (dati in mln Eur). Fonte: EuroSIF.



La seguente tabella ci suggerisce un’ulteriore intuizione: essa mostra come si è evoluta la composizione della tipologia degli investitori in tematiche inerenti a quelle ESG. Il numero di enti finanziari privati sta crescendo di anno in anno, a dimostrazione della convergenza del mondo della Finanza e quello dell’economia,

all'interno del welfare sociale ed ambientale, con un atteggiamento che mai prima d'ora è stato così propositivo (Lagoarde-Segot, 2016). I risultati dei prossimi paragrafi convalideranno quanto affermato.

Tabella 4. Composizione degli investitori per tipologia. Fonte: EuroSIF



Tuttavia, il criterio ESG non è esente da difetti. Come riportato dal Prof. Alexander Bassen (2008), dell'Università di Amburgo, i limiti sono essenzialmente due: il primo riguarda la natura di queste informazioni; infatti, trattandosi di questioni extra-finanziarie, esse presenteranno intrinsecamente gli stessi difetti delle informazioni di carattere qualitativo del contesto di riferimento, su tutti, l'assenza di una tassonomia universale. Pertanto, qualora fosse possibile rilevare ed analizzare informazioni inerenti ai criteri ESG, sarebbe comunque complicato comparare i dati ottenuti con quelli provenienti da aziende compagne. Il secondo problema è invece essenzialmente legato alla rivelazione da parte delle imprese, che difficilmente lasciano trasparire determinate informazioni che modificherebbero la loro reputazione, e conseguentemente l'eventualità di ricevere trattamenti diversi in tema investimenti.

1.2. Le Banche Sociali

La seconda metodologia di "Finanza Sostenibile" individuata, riguarda l'operare direttamente per cause sociali, ambientali o comunque sostenibili. Utilizzando la terminologia del settore, potremmo parlare di "*doing good*", ossia fare del bene. A differenza della tipologia di intervento esplicita nel paragrafo precedente, nella quale gli intermediari finanziari agiscono con strumenti selettivi per incentivare un modello di business sostenibile nelle imprese finanziate, nella seguente fattispecie si tratta di banche, o generalmente di istituti finanziari, che incorporano direttamente all'interno della loro missione o visione, l'intenzione di generare un impatto positivo. All'interno di questo paragrafo ci soffermeremo nello specifico sulle cosiddette "Banche Sociali"⁸.

⁸ In inglese, social banks. Nonostante tale significato rappresenta, a seconda del contesto geografico e sociale di riferimento, diverse definizioni (es. banche attive sui social media, banche che si rivolgono principalmente ad ONG e associazioni caritatevoli

Il social banking è una pratica considerata ancora relativamente nuova nel panorama del banking e della Finanza internazionale moderna, anche se le prime forme di attività bancaria sostenibile risalgono addirittura al XVI secolo in Italia con il Monte di Pietà, banco fondato, con intenzioni di matrice religiosa, per finanziare le numerose attività sociali locali (Weber, 2012). Nel XIX secolo, in piena rivoluzione industriale, cominciarono a formarsi invece le prime unioni del credito e banche cooperative, indirizzate principalmente all'erogazione di servizi finanziari per la nuova classe intermedia, classe emergente che ai tempi necessitava di capitale raccolto per dare vita alle loro iniziative imprenditoriali moderne. Si viene così a delineare una forma di banca alternativa, capace di implementare etica e morale all'interno del settore finanziario.

Le banche sociali si differenziano da quelle ordinarie per una serie di caratteristiche come status, dimensione ed obiettivi. Le banche sociali vengono anche gergalmente definite come “banche con una coscienza”. Esse si focalizzano su investimenti per la comunità, fornendo una serie di opportunità per gli svantaggiati, e supportando fini sociali, ambientali ed etici. Mentre le banche tradizionali sono maggiormente incentrate sul principio della massimizzazione dei profitti – di cui già accennato in precedenza – le banche sociali implementano il c.d. principio della *Tripla P* ossia *Profitti-Persone-Pianeta* (*Profit-People-Planet*; Fisk, 2010). È importante evidenziare come il loro intervento non si limita solamente a delle missioni aggiuntive rispetto a quelle tradizionali, ma come questo sia incorporato visceralmente nei principi della loro cultura aziendale e nelle loro strategie (Weber, 2014).

Il grado di dedizione alle tematiche alternative varia, comunque, da banca a banca; è possibile apprezzare la diversa sensibilità dall'analisi delle loro missioni e visioni. Ad esempio, la norvegese Cultura Bank ha come principale obiettivo quello di “finanziare progetti di cui la comunità può beneficiare e che creino un miglioramento nell'ambiente. [...] impegnandosi nell'offerta di servizi bancari solidi e di qualità e assicurando agli shareholders un ritorno che sia sano e sostenibile”⁹. Vi sono poi delle banche sociali più “radicali” come la svizzera ABS che cita in maniera lapidaria come nella sua missione “non si insegue in alcun modo la massimizzazione dei profitti” ma come “ricerca principi etici in tutte le sue attività di business”¹⁰.

Una definizione chiara e riconosciuta di banca sociale non esiste; noi riportiamo una delle più esaustive, quella del Dr. Roland Benedikter, secondo la quale le banche sociali godono di tre caratteristiche che le accomunano e che le rendono uniche nel panorama della Finanza (Benedikter, 2011). Esse sono:

1. *Responsabilità*: le banche sociali conoscono i loro clienti personalmente e sono fortemente interessate nelle finalità che spingono l'individuo a rivolgersi in banca. In termini sociologici, con

o addirittura banche pubbliche), nel corso del lavoro per “banca sociale” andremmo ad intendere esclusivamente il significante appena spiegato.

⁹ GABV – Cultura Bank

¹⁰ GABV – Alternative Bank Switzerland

queste banche cade la caratteristica ateleologica dello scambio (Trigilia, 2002). Le banche sociali vogliono infatti che i propri soldi vengano investiti con saggezza e secondo principi etici¹¹.

2. *Trasparenza*: sia dal lato degli investitori, come già visto, che dal lato dei depositanti. A quest'ultimi, infatti, è garantito solitamente un resoconto su come sono investiti i loro risparmi.
3. *Sostenibilità*: mentre le banche tradizionali si focalizzano maggiormente sulla creazione di un profitto a breve termine, le banche sociali guardano all'impatto del denaro sul lungo termine.

Ed è anche per questa ragione che, nel periodo subito successivo alla Grande Crisi Finanziaria (GCF), in uno scenario nel quale i cittadini cominciarono a perdere sempre più fiducia nel sistema bancario tradizionale, iniziò ad affermarsi la tendenza nel Social Banking e nella Finanza Sociale; basti pensare, che solo in Europa le banche sociali raddoppiarono i propri asset tra il 2007 e il 2010.

I principali istituti di credito solidale sono riuniti nella Global Alliance for Banking on Values (GABV), il cui intento è quello di avanzare proposte di cambiamento sostenibile per il settore bancario. Le banche che fanno parte dell'alleanza sono più di 50¹², coprono diversi mercati geografici nel mondo, sia sviluppati che in via di sviluppo, e forniscono periodicamente a questa dati circa le loro performance. Prendendo in riferimento cinque tra le più grandi banche sociali, è possibile rilevare un trend positivo nel quinquennio appena concluso (2014-2018):

Tabella 5. Totale assets delle 5 più importanti banche sociali. Fonte: GABV.

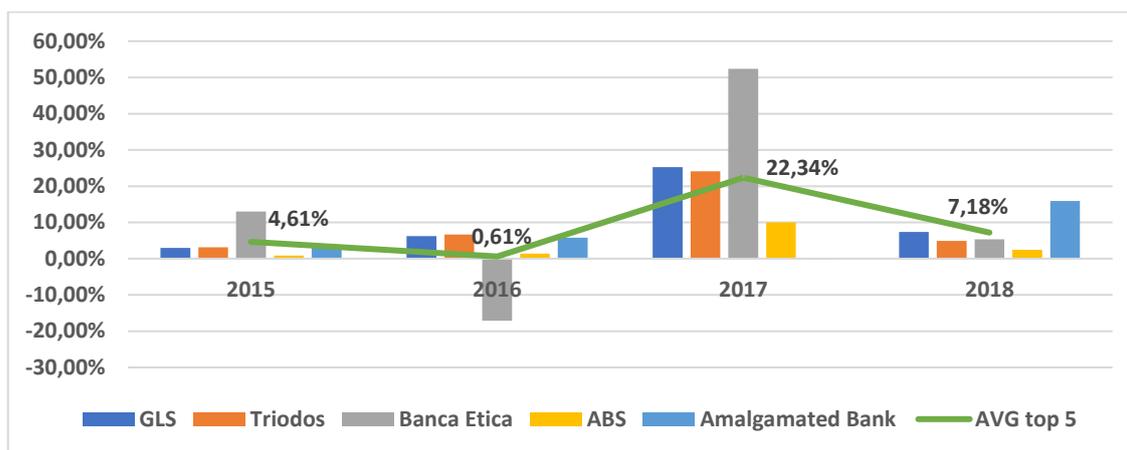
Total Assets top 5 Social Banks (in mln €)	2014	2015	2016	2017	2018
GLS (Germania)	4,421	4,554	4,838	6,058	6,504
Triodos (Olanda)	8,685	8,957	9,558	11,863	12,443
Banca Etica (Italia)	1,450	1,638	1,358	2,069	2,179
Swiss ABS (Svizzera)	1,588	1,602	1,624	1,787	1,830
Amalgamated Bank (U.S.A.)	3,707	3,820	4,042	4,041	4,685

Dall'osservazione delle tabelle n. 5 e 6, non solo si denota una crescita delle principali banche sociali, ma anche il ritmo sostenuto di questo andamento, con una crescita media degli asset detenuti dell'8.68%.

¹¹ C.d. *slow money approach*

¹² Cfr tabella appendice n.1. Alcune banche sono state omesse dalla lista in quanto non è stato possibile ricavare dati significativi per le successive analisi.

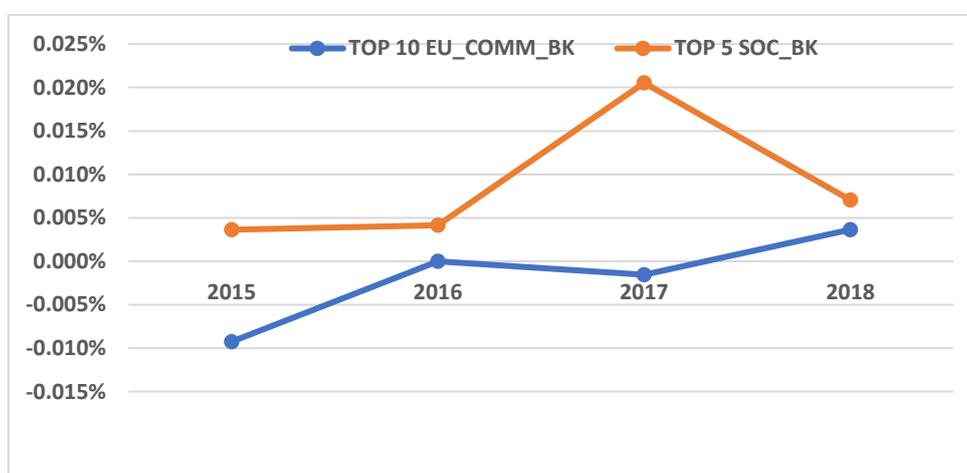
Tabella 6. Tasso di crescita top 5 Social Bank (2014-2018). Fonte: GABV



Tale tasso di crescita risulta ancora più sorprendente se confrontato con l'andamento delle più importanti banche commerciali europee¹³, le quali hanno registrato un tasso di crescita degli asset addirittura negativo nello stesso periodo di riferimento (-1.90%). La seguente tabella mette in luce lo spiazzante comportamento – in positivo – delle banche sociali nell'ultimo lustro, a dimostrazione di come i consumatori nutrano sempre interesse in finalità che siano anche extra-finanziarie quando si rivolgono ad un intermediario finanziario.

Tabella 7. Andamento dei tassi di crescita degli asset delle migliori 10 banche commerciali europee e delle migliori 5 banche sociali al mondo.

Periodo di riferimento: 2014-2018. Fonti: GABV, Statista, Marketwatch, bilanci annuali delle rispettive banche.



Procedendo con delle analisi più approfondite, la tabella Appendice n.1 riporta quelle che sono le banche membro della GABV. Constatato come queste siano le banche sociali più grandi nel settore, possiamo utilizzarle nel complesso come campione rappresentativo dell'intero settore. Innanzitutto, nonostante siano delle banche che perseguono principalmente finalità sociali ed ambientali, i vari ROE sono alti (con un valore medio pari a 11.24%), sebbene vi siano numerosi picchi, sia positivi che negativi (deviazione standard pari a 7.3): la spiegazione di questo fenomeno possiamo trovarla sia nella pratica di attività comunque rischiose

¹³ Sono state selezionate le banche europee con i volumi di asset totali più grandi nel periodo 2014-2018. Esse sono HBSC, BNP Paribas, Credit Agricole, Banco Santander, Deutsche Bank, Société Générale, BPCE Group, Barclays, ING Group e Lloyd's Bank.

(come il Microcredito in Nigeria effettuato dalla Lapo Microfinance Bank, con un ROE del 26.80%) che nell'applicazione ortodossa dei principi della propria missione (come l'ABS bank e la FGG in Svizzera, con ritorni del capitale rispettivamente pari al 3.64% e 0.91%). Al di là di ciò, il social banking è un'attività che produce ricchezza sia per gli investitori che per le compagnie in sé, con un ROA 2018 medio pari al 1.44%, addirittura al di sopra del ROA medio della complessiva industria bancaria americana¹⁴ registrato sempre nel 2018 e uguale all'1.33% circa. Si viene, così, a sottolineare la caratteristica fondamentale del social banking: aiutare le persone ad incrementare i loro risparmi e simultaneamente favorire il finanziamento di attività sostenibili che altrimenti farebbero fatica a trovare il capitale necessario tramite i canali tradizionali (D'Andria, 2012). Inoltre, il loro capitale può essere reputato molto sano. La media dei Tier 1 ratio delle varie banche si aggira intorno il 14.95%, ben al di sopra dello standard minimo richiesto dalla Bank for International Settlements (BIS) del 6%, e nessuna banca nello specifico scende al di sotto di questa soglia¹⁵, a testimoniare come siano banche preparate ed allestite per affrontare gli elevati rischi incorporati nel loro attivo.

Tuttavia, nonostante la crescita e la produttività lascino dei segnali di ottimismo, la situazione attuale vede il fenomeno delle banche sociali ancora ancorato nella sua nicchia. Con un totale pari a 114 miliardi di dollari, il volume delle banche sociali arriva a malapena allo 0,34% del volume di tutte le banche dell'Eurozona (ECB, 2017), pari a 34 trilioni circa; per rendere più comprensibili questi numeri, basti pensare che il totale dei volumi dell'intera GABV costituisce solamente il 21.60% di Intesa San Paolo (Intesa San Paolo, 2019) e il 13.73% del Gruppo Unicredit (Unicredit, 2019), i due gruppi bancari più grandi in Italia.

Il rapporto conclusivo vede comunque un giudizio più che positivo speranzoso a riguardo. L'incorporazione di principi e valori etici all'interno della propria missione e visione non sembrano compromettere la redditività delle banche, anche se è necessario aspettare – ed augurarsi – che questa tipologia cresca nel tempo, per effettuare una comparazione tra campioni più simili tra loro. Si sta comunque delineando una tendenza che le proclama vincitrici, considerando che sempre più banche tradizionali stanno riformulando il loro modello di business, motivate dalla convinzione che non solo le banche sociali, ma anche le c.d. *mainstream banks* possono essere sostenibili. Si sta assistendo ad una fase nella quale la definizione di social banking da paradossale sta diventando sempre più tautologica (Weber & Remer, 2011) ed il successo di questo fenomeno può essere ricollegato al crescente desiderio verso attività bancarie, prodotti e servizi, che siano sempre più correlati ad un concetto, di giustizia e coesione sociale, distrutto dal metodo capitalista nel 2007 (Carè, 2018).

¹⁴ Federal Financial Institutions Examination Council (US), Return on Average Assets for all U.S. Banks [USROA], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis

¹⁵ È opportuno precisare come non si sia riuscito a reperire il Tier 1 di alcune banche, opportunamente segnalate in appendice.

1.3. Gli Strumenti Finanziari Sostenibili

Le ultime fattispecie che andremo ad affrontare rientrano nella progettazione di strumenti finanziari che consentono il raggiungimento, in modo efficace, degli obiettivi di sostenibilità. In particolare, in questo paragrafo andremo a trattare due strumenti differenti sia per tipologia che per storia – il microcredito ed il crowdfunding – per poi affrontarne un terzo nei prossimi capitoli, prima nel generale – trattando gli *impact bond* nel loro complesso –, soffermandosi in seguito su quelli ad impatto sociale.

1.3.1. Il Microcredito

“Il microcredito permette ai poveri e agli scalzi di accedere ad una opportunità che di solito è esclusivo appannaggio dei ricchi. Accade così che quegli aspetti della società che sembravano rigidi, fissi e inamovibili comincino a diventare più fluidi, e attraverso lo sviluppo economico le persone si affranchino da tutto un insieme di ingiunzioni e regole.”

Muhammad Yunus, Grameen Bank

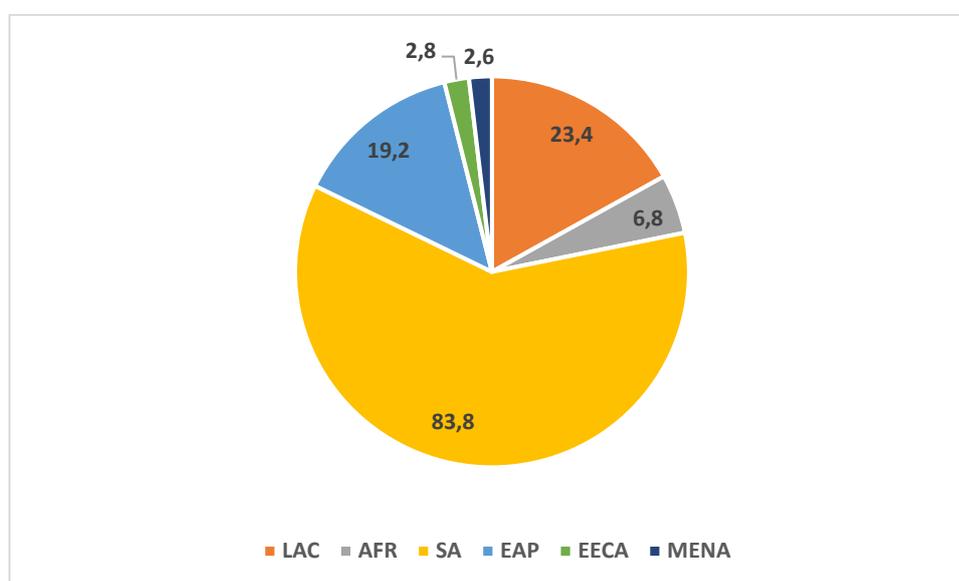
Per microcredito si intende un prestito di piccole entità concesso solitamente agli appartenenti a fasce di reddito basse, che, per questa ragione, sarebbero altrimenti esclusi dal sistema bancario tradizionale. Esso fa parte dell'industria della c.d. microfinanza, la quale, oltre al credito, fornisce servizi di risparmio, assicurazioni ed altri prodotti finanziari basilari. Il termine “micro” deriva dalle piccole quantità di denaro che vengono concesse.

Il microcredito nasce dall'esigenza di garantire l'accesso al credito che, conseguentemente, dà la possibilità di avviare un percorso di sviluppo economico e di miglioramento delle condizioni di vita, a tutte quelle popolazioni, o gruppi sociali specifici che, per assenza di garanzie, non riescono ad ottenerlo attraverso i canali tradizionali, e sono costretti quindi a rivolgersi a pratiche usuraie.

La nascita del microcredito moderno viene fatta risalire agli anni 70' dello scorso secolo, in Bangladesh per opera del Dr. Muhammad Yunus, professore di economia dell'Università di Chittagong. Durante una visita ad un villaggio nei dintorni dell'università, Yunus realizzò come i ceti più svantaggiati non avessero le risorse che garantissero loro l'iniziativa economica, se non rivolgendosi ai mercanti locali, i quali fissavano in modo insindacabile il prezzo di vendita dei loro prodotti, lasciandogli giusto i soldi necessari per potersi ricomprare nuovamente le materie prime, con margini di profitto nulli. Nello specifico Yunus individuò un gruppo di 42 donne, produttrici di ceste di bambù e vittime di questa pratica usuraia, e prestò loro denaro per un valore di 27 dollari, a tasso zero, permettendo alle donne di rompere il circolo vizioso di debito ed essere autonome nella loro crescita economica. Dall'intuizione che ebbe fondò la *Grameen Bank*, banca che oggi raggiunge più di 9 milioni di persone, con prestiti emessi per un valore di oltre 1 miliardo e 800 milioni di dollari, e con un tasso di recupero che supera il 99% (Grameen Bank, 2019).

Le differenze con un prestito canonico non si limitano semplicemente all'ammontare emesso. Per via degli alti costi operativi e degli elevati rischi – rischio di credito e rischio valuta su tutti (Al-Azzam, Mimouni, 2017) – che incrementano le probabilità di registrare sofferenze a bilancio, i tassi di interesse applicati sono considerevolmente più elevati rispetto a quelli a cui siamo abituati, con tassi che vanno dal 2% al 4% su base mensile e dal 20% all'80% su base annua, a seconda delle caratteristiche del servizio offerto e del target (Abrar, 2019). Un'altra caratteristica peculiare riguarda i piani di ammortamento: a differenza dei rimborsi tradizionali, questi avvengono fin da subito, con cadenza settimanale, attraverso la restituzione di piccole quote, andando incontro alle esigenze dei più poveri, maggiormente incapaci di restituire ingenti somme di denaro in una sola transazione (BCC, 2019).

Tabella 8. Popolazione servita dal Microcredito (in mln di abitanti). Fonte: Convergences.

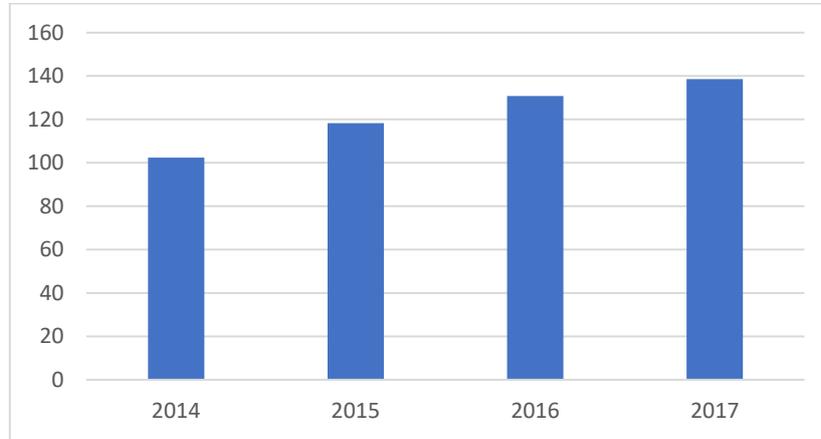


L'attività del microcredito non è immune alle critiche. Tra le principali accuse vi è quella secondo la quale il microcredito, così come tutto il contesto della Microfinanza, sia estremamente pericoloso per l'economia di uno stato in via di sviluppo in quanto vi è il rischio di creare trappole di debito o dipendenza sistematica di debito, che non consentono agli individui di raggiungere una sufficiente indipendenza economica (Banerjee, Karlan & Zinman, 2015). Inoltre, c'è chi sostiene l'impossibilità da parte delle MFI (istituti micro-finanziari) di raggiungere i target della popolazione veramente poveri e vulnerabili, rendendo di fatto parzialmente vane le intenzioni di questo strumento finanziario (Amin et al., 2003). Infine, ad essere messo in discussione è anche il principio di fondo, etichettato come "finanziarizzazione della povertà", ossia un sistema che si professa come sostenibile, ma che in realtà lucra sulla parte più bisognosa della popolazione (Berndt & Wirth, 2018).

Nonostante venga continuamente discusso tra accademici e ricercatori, il microcredito è uno strumento che cresce e raggiunge sempre più persone. Nel 2017, le persone che sono riuscite ad ottenere un micro-prestito sono state infatti quasi 139 milioni (cfr. figura 1), con una maggioranza delle aree continentali più povere come il Latino America e Caraibi (16.88% del totale), il Sud-Est Asiatico ed Oceania (74.31% del totale) e

l’Africa Centro-Meridionale (5% del totale). La crescita procede invece ad un ritmo incoraggiante dell’8.83% (cfr. figura 2) registrato nel periodo 2014-2017, risultato ottenuto anche grazie alle innovazioni portate dal mobile banking e dal peer-to-peer (P2P) lending, di cui parleremo in seguito.

Tabella 9. Popolazione raggiunta dal microcredito (in mln di abitanti). Fonte: Convergences



1.3.2. Il Crowdfunding

Per crowdfunding (dall’inglese “crowd” = folla e “funding” = finanziamento) si intende una specifica pratica finanziaria che consiste nel conferimento di piccoli quantitativi di capitale da parte di una vasta platea di individui per finanziare progetti di natura diversa. Esistono quattro differenti tipi di crowdfunding:

- **Reward Crowdfunding:** consente agli investitori di contribuire alla realizzazione dell’iniziativa imprenditoriale in cambio di un ritorno di natura non-finanziaria; generalmente si tratta del prodotto/servizio che l’impresa si impegna nel produrre. In questa circostanza l’investitore prende più i panni di un cliente agevolato, potendo usufruire di particolari benefici, come una vendita anticipata o una versione esclusiva di quel prodotto/servizio. Denominato anche *pre-ordering crowdfunding*, esso consente all’imprenditore l’applicazione di una discriminazione di prezzo tra i finanziatori e i normali clienti, potendo così estrarre una quota di profitti maggiore. Tuttavia, qualora la quantità di capitale richiesto fosse importante, un’eccessiva distorsione dei prezzi potrebbe generare l’effetto opposto, con una riduzione significativa dei margini necessari per operare in economia (Belleflamme, 2014).
- **Debt (or Loan) Crowdfunding:** comunemente chiamato *P2P (peer-to-peer) lending*, consiste in una moltitudine di investitori che finanziano un progetto in cambio di un interesse finanziario stabilito sul loro investimento. Considerata la struttura dell’operazione, l’investitore si trasforma in un vero e proprio creditore. La convenienza potrebbe risiedere in un costo del debito inferiore rispetto a quello richiesto dai principali canali di finanziamento.
- **Equity Crowdfunding:** I diversi conferimenti di capitale sono contrapposti all’emissione di azioni, o comunque di una quota dell’attività. In questo caso, l’investitore diventa a tutti gli effetti un socio dell’iniziativa economica.

- **Donation Crowdfunding**: tipologia designata per le organizzazioni di beneficenza, o, comunque, per tutti coloro che hanno interesse nel raccogliere soldi solo ed esclusivamente per la realizzazione di progetti sociali o caritatevoli. Non viene prevista, in alcun modo, la presenza di ritorni, di natura finanziaria e non.

L'avvento di Internet prima, e dei social media poi, ha favorito il boom di questo strumento, muovendo e mettendo in contatto sempre più persone, accomunate dagli stessi interessi, le quali prima erano impossibilitate per via delle enormi distanze geografiche (Agraval et al., 2011). Se si considera anche la riduzione dei costi d'informazione e di transazione, possiamo facilmente spiegare le ragioni che hanno portato questo settore dell'industria finanziaria ad espandersi di anno in anno, sfiorando il tetto dei 33 miliardi di dollari raccolti nel 2017 (Fundly, 2018).

Il modello *equity-based* e quello *loan-based* fanno parte del sottogruppo del *crowdinvesting*. Come riporta l'Osservatorio Italiano "Entrepreneurship and Finance" del Politecnico di Milano, il *crowdinvesting* si caratterizza per una remunerazione del capitale investito, dovuto alla presenza di un rischio d'investimento, notevole a causa di diversi fattori:

- i. L'elevata asimmetria informativa che caratterizza l'operazione;
- ii. Il rischio di comportamenti opportunistici da parte del soggetto finanziato;
- iii. L'illiquidità dell'investimento;
- iv. Il rischio intrinseco del progetto imprenditoriale finanziato e la mancanza di garanzie;
- v. Il limitato ruolo degli enti di vigilanza (in Italia Consob e Banca d'Italia).

Per quanto riguarda l'aspetto della sostenibilità, il crowdfunding nel suo insieme costituisce una grande opportunità per le organizzazioni no-profit e per tutte quelle forme di imprenditorialità ibrida che includono dentro il loro business model dei propositi socio-ambientali. Infatti, per la loro caratteristica restrittiva di non distribuire profitti e/o non perseguire la massimizzazione di questi, le imprese *social-oriented* si sono sempre trovate limitate dall'attingere risorse provenienti dal mercato di capitali tradizionale (Calic & Mosakowski, 2016).

D'altro canto, sono diverse le ragioni per le quali questo tipo di business riscontra un maggiore successo nel crowdfunding. Innanzitutto, è stato provato come il crowdfunding sia in grado di finanziare quelle compagnie che producono beni non-rivali e non-escludibili¹⁶ (Cumming et al., 2017). Il secondo punto trova la sua ragione nel comportamento degli investitori. Infatti, gli attori del mercato nutrono un'avversione al rischio direttamente proporzionale all'ammontare investito. Appurando come i progetti sociali presentino, dal punto di vista finanziario, un rischio nella media più elevato, è più probabile che questi vengano finanziati attraverso

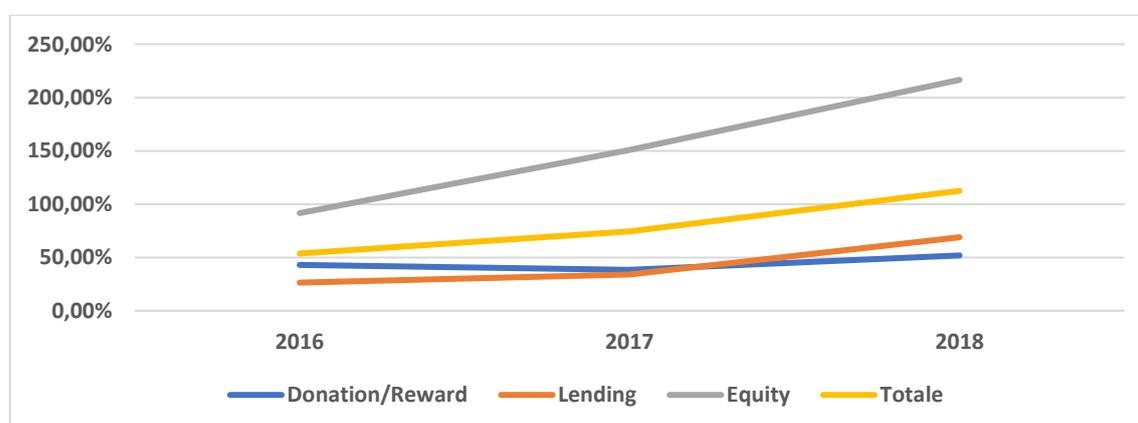
¹⁶ C.d. "beni pubblici".

numerosi piccoli conferimenti di capitale, piuttosto che pochi ma di grande quantità. Terzo, essendo il crowdfunding aperto al pubblico (c.d. *open call*), esso coinvolgerà, per forza di cose, un numero più elevato di investitori, con caratteristiche differenti tra loro. Infine, tra gli investitori sono presenti sì professionisti – tra cui Venture Capitalists e Business Angels –, caratterizzati da una logica di mercato, ma anche piccoli investitori¹⁷, i quali ragionando secondo una logica più di tipo comunitario, hanno una sensibilità ridotta nei confronti delle misure finanziarie, e un interesse maggiore nei valori della comunità; pertanto, questa seconda categoria, assente nei canali di finanziamento tradizionali, è attratta maggiormente da campagne di crowdfunding con un orientamento verso la sostenibilità (Vismara, 2019).

Numerosi studi hanno cercato di evidenziare un nesso di causalità tra l'orientamento verso principi sostenibili e il successo della campagna di finanziamento attraverso il crowdfunding, con risultati diversi e spesso contrastanti, anche perché risulta complicato discernere i fattori di successo di una campagna – tra cui, appunto, una sfumatura verso la sostenibilità, ma anche la creatività del progetto – ed attribuire a questi, un valore che rappresenti l'impatto che hanno avuto; in poche parole, una percentuale del merito (Horisch, 2015. Bonzanini, 2016).

Ciononostante, appare evidente come il crowdfunding sia uno strumento che viene apprezzato sempre di più nel mondo così come in Italia, dove ha raggiunto un volume di circa 245 milioni di euro nel 2018, con tassi di crescita incoraggianti (i volumi raccolti sono infatti più che raddoppiati dal 2017 e 2018; cfr. tabella 8)

Tabella 10. Tasso di crescita dei diversi modelli di crowdfunding. Fonte: Statista



Per via della sua capacità di finanziare imprese sociali, start-up e piccole/medie imprese (PMI), il crowdfunding si sta rivelando un fenomeno sempre più attraente, soprattutto agli occhi dei canali finanziari tradizionali. Non è infatti un caso che sempre più banche, sospinte dalla necessità di innovarsi e soddisfare gusti in continua mutazione, includano questo strumento all'interno dei loro business, attraverso l'integrazione

¹⁷ In inglese *restricted investor*, si tratta di investitori amatoriali, ossia coloro che investono in quote inferiori al 10% dei vari progetti.

diretta nel loro portfolio strumenti – aprendo una piattaforma consociata (vedere figura) –, oppure attraverso il lancio di campagne di crowdfunding e programmi di finanziamento su siti esterni.

Tabella 11. Banche commerciali con una piattaforma crowdfunding operativa sul territorio italiano. Fonte: Starteed

Nome Banca	Portale “Crowdfunding”	Missione Portale
Banco di Napoli	“Meridionare”	Finanziare progettualità del Mezzogiorno proposte da enti del territorio a favore di iniziative d’impatto sociale.
Unicredit	“Il mio dono”	Votare e donare per le iniziative sociali proposte dal network di organizzazioni di Unicredit
Fondazione CRT	Fondazione “Fondo Ricerca e Talenti”	Promuovere l’attività di Fundraising e sostenere progetti a favore di giovani ricercatori dell’Università di Torino.
Banca Prossima per le Imprese Sociali e la Comunità	“Terzo Valore”	Donare o prestare denaro ad enti del Terzo Settore a Tassi agevolati
Intesa San Paolo	“For Funding”	Piattaforma dedicata a progettualità promosse da Enti del Terzo Settore in partnership con Intesa Sanpaolo
Fondazione Credito Bergamasco	“Kendoo”	Piattaforma di civic crowdfunding creata in collaborazione con associazioni del territorio per sostenere idee della comunità
Banca Creval	“Insieme Doniamo”	Piattaforma dedicata alla raccolta fondi per progetti e iniziative di interesse collettivo
Banca Interprovinciale	“COM-UNITY”	Portale web fondato da un gruppo di imprenditori modenesi e bolognesi per dare visibilità alle raccolte fondi territoriali
Credit Agricole	“Eticarim”	Dare visibilità ad iniziative sociali promosse da associazioni, scuole o enti pubblici

Appendice Capitolo 1

Tabella Appendice 1. Banche membro della GABV. Parte 1

Nome	Luogo	Total Assets	Loans	Loans on total Assets
ABS	Svizzera	1,830	1,396	76.30%
Amalgamated Bank	U.S.A.	4,685	3,211	68.50%
Banca Etica	Italia	2,179	1,028	47.20%
Banco Ademi	Rep. Dom.	384	245	63.70%
Banco FIE	Bolivia	2,090	1,639	78.40%
Banco Mundo Mujer	Colombia	538	459	85.40%
Banco Popular	Honduras	110	88	79.70%
Banco Solidario	Ecuador	782	575	73.50%
BancoSol	Bolivia	1,993	1,611	80.90%
BANFONDESA	Rep. Dom.	96	81	84.30%
Bank of Palestine	Palestina	4,657	2,687	57.70%
Bank Australia	Australia	2,611	1,944	74.45%
Beneficial State Bank	U.S.A.	823	578	70.23%
BRAC*	Bangladesh	3,135	2,157	68.80%
Caisse d'economie solidaire	Canada	780	564	72.31%
Caja Arequipa*	Perù	1,569	1,207	76.93%
CARD Bank*	Filippine	286	182	63.64%
Centenary Bank	Uganda	771	372	48.25%
Center-Invest Bank*	Russia	1,544	1,211	78.43%
Charity Bank*	U.K.	194	143	73.71%
City First Bank*	USA	309	122	39.48%
Cooperativa Abaco*	Perù	515	385	74.76%
CBK*	Grecia	104	71	68.27%

Credit Cooperatif	France	23,674	20,025	84.59%
Cultura Bank	Norway	123	73	59.35%
Ecology Building Society	U.K.	226	161	71.24%
Ekobanken	Svezia	108	91	84.26%
ESAG Small Finance Bank*	India	689	461	66.91%
TFM Bank	Tajikistan	63	27	42.86%
FGG	Svizzera	289	238	82.35%
GLS Bank	Germania	6,504	5,451	83.81%
Kindred Credit Union	Canada	914	830	90.81%
Lapo Microfinance Bank**	Nigeria	189	144	76.19%
Merkur Bank*	Danimarca	540	251	46.48%
Missoula FCU	U.S.A.	524	261	49.81%
National Cooperative Bank*	U.S.A.	2,400	1,758	73.25%
NMB Bank Limited	Nepal	945	666	70.48%
OBS*	Serbia	152	117	76.97%
SAC Apoyo Integral	El Salvador	143	114	79.72%
Southern Bancorp	U.S.A.	1,392	948	68.10%
Sunrise Bank	U.S.A.	1,132	802	70.85%
Teacher Mutual Bank	Australia	4,832	4,099	84.83%
TFM Bank - Afghanistan	Afghanistan	167	78	46.71%
Triodos	Europe	12,443	8,327	66.92%
UnweltBank	Germania	4,235	2,869	67.74%
Vancity	Canada	16,796	14,040	83.59%
Verity Credit Union	U.S.A.	587	460	78.36%
Vision Banco	Paraguay	1,156	827	71.54%
VSECU	U.S.A.	778	665	85.48%
XacBank	Mongolia	1,174	717	61.07%

Totale	114,160	86,456
Media	70.58%	
Mediana	72.78%	
Varianza	0.016	
Dev. Std.	0.125	

Tabella Appendice 2. Banche membro della GABV. Parte 2. Fonte: GABV

Nome	Luogo	Equity to Total	Tier 1	ROA	ROE
ABS	Svizzera	10.50%	17.70%	0.38%	3.64%
Amalgamated Bank	U.S.A.	9.40%	13.20%	0.94%	10.59%
Banca Etica	Italia	4.90%	12.20%	0.18%	3.49%
Banco Ademi	Rep. Dom.	16.40%	19.10%	2.68%	15.50%
Banco FIE	Bolivia	7.40%	8.50%	0.90%	12.40%
Banco Mundo Mujer	Colombia	19.20%	15.40%	4.35%	22.71%
Banco Popular	Honduras	23.00%	27.70%	2.83%	11.87%
Banco Solidario	Ecuador	17.00%	13.00%	1.92%	12.76%
BancoSol	Bolivia	11.00%	10.98%	2.09%	19.10%
BANFONDESA	Rep. Dom.	12.70%	11.60%	2.14%	17.82%
Bank of Palestine	Palestina	8.90%	12.10%	1.16%	13.00%
Bank Australia	Australia	11.50%	ND	0.70%	6.10%
Beneficial State Bank	U.S.A.	11.80%	10.30%	0.18%	1.56%
BRAC*	Bangladesh	9.20%	11.20%	1.96%	22.14%
Caisse d'economie solidaire	Canada	7.30%	ND	0.82%	10.91%
Caja Arequipa*	Perù	8.32%	ND	2.41%	19.54%
CARD Bank*	Filippine	33.07%	ND	7.25%	30.97%
Centenary Bank	Uganda	20.30%	31.00%	3.70%	17.90%
Center-Invest Bank*	Russia	11.70%	ND	1.40%	11.67%
Charity Bank*	U.K.	10.19%	16.30%	2.22%	21.77%
City First Bank*	USA	23.07%	21.81%	0.30%	2.68%
Cooperativa Abaco*	Perù	7.57%	ND	1.05%	11.28%
CBK*	Grecia	12.50%	15.83%	2.86%	7.24%
Credit Cooperatif	Francia	7.80%	12.00%	0.18%	2.31%
Cultura Bank	Norvegia	8.40%	19.30%	0.55%	6.20%
Ecology Building Society	U.K.	6.00%	17.50%	0.57%	10.11%
Ekobanken	Svezia	7.60%	18.40%	0.13%	1.72%
ESAG Small Finance Bank*	India	6.68%	ND	1.60%	23.91%
TFM Bank	Tajikistan	9.00%	14.70%	1.49%	16.26%
FGG	Svizzera	7.00%	11.70%	0.06%	0.91%
GLS Bank	Germania	8.30%	12.30%	0.16%	8.10%
Kindred Credit Union	Canada	7.00%	6.30%	0.37%	5.15%

Lapo Microfinance Bank**	Nigeria	24.00%	28.30%	6.01%	26.28%
Merkur Bank*	Danimarca	18.00%	16.00%	0.10%	1.00%
Missoula FCU	U.S.A.	10.20%	ND	1.33%	13.20%
National Cooperative Bank*	U.S.A.	11.71%	ND	0.42%	3.56%
NMB Bank Limited	Nepal	15.70%	14.80%	1.96%	13.54%
OBS*	Serbia	19.74%	ND	2.63%	13.33%
SAC Apoyo Integral	El Salvador	14.10%	15.40%	2.55%	18.21%
Southern Bancorp	U.S.A.	9.80%	8.80%	1.00%	8.76%
Sunrise Bank	U.S.A.	3.90%	8.10%	1.29%	15.65%
Teacher Mutual Bank	Australia	7.43%	15.65%	0.46%	6.19%
TFM Bank - Afghanistan	Afghanistan	16.20%	25.80%	0.26%	1.57%
Triodos	Europe	10.40%	17.70%	0.36%	3.60%
UnweltBank	Germania	6.30%	10.70%	0.68%	11.42%
Vancity	Canada	5.80%	13.30%	0.40%	6.30%
Verity Credit Union	U.S.A.	8.90%	ND	0.61%	6.80%
Vision Banco	Paraguay	8.30%	9.20%	1.18%	15.97%
VSECU	U.S.A.	8.90%	9.00%	0.71%	9.02%
XacBank	Mongolia	7.50%	10.10%	0.48%	6.30%
Totale					
Media		11.63%	14.95%	1.44%	11.24%
Mediana		9.60%	13.30%	0.97%	11.10%
Varianza		0.003	0.003	0.000	0.005
Dev. Std.		0.059	0.058	0.015	0.073

*Per chiarezza è opportuno segnalare che per le banche contrassegnate con l'asterisco, i dati sono stati ricavati direttamente dai bilanci pubblicati sui rispettivi siti, e sono state operate le dovute conversioni di valuta. Per tutte le altre, i dati sono stati rilevati direttamente dal portale offerto dalla GABV. Questo potrebbe aver causato delle incongruenze di carattere metodologico.

Bibliografia Capitolo 1:

- Abrar, A. (2019). The impact of financial and social performance of microfinance institutions on lending interest rate: A cross-country evidence. *Cogent Business & Management*, 6(1), 1540072.
- Agrawal, Catalini, & Goldfarb. (2011). *The Geography of CrowdFunding*. NBER Working Papers.
- Al-Azzam, M., & Mimouni, K. (2017). Currency risk and microcredit interest rates. *Emerging Markets Review*, 31, 80–95. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.03.001>
- Alexander, K. (2014). Stability and Sustainability in Banking Reform: Are Environmental Risks Missing in Basel III. *CISL & UNEPFI: Cambridge and Geneva*.
- Amin, S., Rai, A. S., & Topa, G. (2003). Does microcredit reach the poor and vulnerable? Evidence from northern Bangladesh. *Journal of Development Economics*, 70(1), 59–82. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(02\)00087-1](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(02)00087-1)
- Banerjee, A., Karlan, D., & Zinman, J. (2015). Six randomized evaluations of microcredit: Introduction and further steps. *American Economic Journal: Applied Economics*, 7(1), 1-21.
- Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585–609. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>
- Benedikter R. (2011) Social Banking and Social Finance. In: Social Banking and Social Finance. *SpringerBriefs in Business*. Springer, New York, NY
- Berndt, C., & Wirth, M. (2018). Market, metrics, morals: The Social Impact Bond as an emerging social policy instrument. *Geoforum*, 90, 27–35. <https://doi.org/10.1016/j.geoforum.2018.01.019>
- Bonzanini, D., Giudici, G., & Patrucco, A. (2016). Chapter 21—The Crowdfunding of Renewable Energy Projects. In V. Ramiah & G. N. Gregoriou (Eds.), *Handbook of Environmental and Sustainable Finance* (pp. 429–444). <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-803615-0.00021-2>
- Calic, G., & Mosakowski, E. (2016). Kicking Off Social Entrepreneurship: How A Sustainability Orientation Influences Crowdfunding Success: Kicking Off Social Entrepreneurship. *Journal of Management Studies*, 53(5), 738–767. <https://doi.org/10.1111/joms.12201>
- Carè, R., Trotta, A., Rizzello, A., (2018). An Alternative Finance Approach for a More Sustainable Financial System in Walker, T., Kibsey, S. D., & Crichton, R. (A c. Di). (2018). *Designing a sustainable financial system: Development goals and socio-ecological responsibility*. Cham: Palgrave Macmillan.
- Carè, Trotta, Rizzello. An Alternative Approach for a More Sustainable Financial System in Walker, Thomas, Stéfanie D. Kibsey, e Rohan Crichton, a c. di. 2018. *Designing a Sustainable Financial System: Development Goals and Socio-Ecological Responsibility*.
- Convergences, (2019). Microfinance Barometer 2018, 9th ed. http://www.convergences.org/wp-content/uploads/2018/09/BMF_2018_EN_VFINALE-1.pdf
- Cumming, D. J., Leboeuf, G., & Schwienbacher, A. (2017). Crowdfunding cleantech. *Energy Economics*, 65, 292–303. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2017.04.030>
- D’Andria, A. (2012). The Emergence of Solidarity Employee Saving in France. In W. A. Barnett & F. Jawadi (Eds.), *Recent Developments in Alternative Finance: Empirical Assessments and Economic Implications* (pp. 197-211). Bingley: Emerald.
- European Central Bank (2017). Report of Financial Structures. www.ecb.europa.eu. <https://doi.org/10.2866/349729>
- Fay, P. (2012). Sustainability Gains Consumer Traction, as Modo Anticiptes Eco 2.0, *visionmonday.com*, August 13, 2012.

- Ferreira, F. et al. (2015). A Metacognitive Decision Making Based-Framework for Bank Customer Loyalty Measurement and Management. *Technol. Econ. Dev. Econ* 21 (2), 280-300.
- Fisk, P., 2010. People, planet, profit: how to embrace sustainability for innovation and business growth. Kogan Page, London.
- Fundly. (2018). Volume of funds raised through crowdfunding worldwide in 2017, by type (in billion U.S. dollars). Statista. Statista Inc.. Accessed: August 06, 2019.
- GABV, (2019). Banks, Members, Global Alliance on Banking Values. Accessed on August 04, 2019. <http://www.gabv.org/the-community/members/banks>
- Global Sustainable Investment Alliance (2019). 2018 Global Sustainable Investment Review. *GSI-Alliance*. http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf
- Grameen Bank, (2019). MONTHLY REPORT: 2019-06 ISSUE 474 IN USD. <http://www.grameen.com/monthly-report-2019-06-issue-474-in-usd/>
- Hörisch, J. (2015). Crowdfunding for environmental ventures: An empirical analysis of the influence of environmental orientation on the success of crowdfunding initiatives. *Journal of Cleaner Production*, 107, 636–645. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.05.046>
- Intesa Sanpaolo. (2019). Relazione e Bilancio di Intesa Sanpaolo dell'esercizio 2018. <https://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/contentData/view/content-ref?id=CNT-05-000000052F136>
- Kramer, M. R., e Porter, M. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62-77.
- Lagoarde-Segot, T. (2016). Financialization: Towards a New Research Agenda. *International Review of Financial Analysis*. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.03.007>
- Lagoarde-Segot, T., (2019). Sustainable finance. A critical realist perspective. *Research in International Business and Finance* 47, 1–9. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.04.010>
- Polonskaya, J., Babenko, M. (2012). Best PRactice Guide on Sustainable Finance: a Practical Toolkit For Russian Financial Sector. *WWF Sustainable Finance Program*.
- Pwc (2019). Finanza Sostenibile – L'evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione alla green economy e gli impatti per gli Intermediari Finanziari.
- Starteed (2019). Il Crowdfunding in Italia, Report 2018. <https://www.crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>
- Statista. Crowdfunding - worldwide. (n.d.). Retrieved August 06, 2019, from <https://www.statista.com/outlook/335/100/crowdfunding/worldwide>
- Trigilia, C., (2002) Sociologia economica. Vol. 1: Profilo Storico. Pp. 336. *Il Mulino editore*. EAN 9788815088024.
- Unicredit. (2019). 2018 Annual Report and Accounts. <https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/en/investors/financial-reports/2018/4Q18/2018-Annual-Report-and-Accounts.pdf>
- Vismara, S. (2019). Sustainability in equity crowdfunding. *Technological Forecasting and Social Change*, 141, 98–106. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.07.014>
- Walker, Thomas, Stéfanie D. Kibsey, e Rohan Crichton (2018) Designing a Sustainable Financial System: Development Goals and Socio-Ecological Responsibility. *Palgrave Studies in Sustainable Business in Association with Future Earth*. Cham: Palgrave Macmillan.
- Weber, O. (2011), The Future of Social Banking. In O. Weber & T. Remer (Eds.), *Social Banks and The Future of Sustainable Finance* (pp. 196-211). London: Routledge.

- Weber, O. (2012). Sustainable banking – History and Current Developments. *SSRN Electronic Journal*. <http://doi.org/10.2139/ssrn.2159947>
- Weber, O. (2014). Social banking: Concept, definitions and practice. *Global Social Policy*, 14(2), 265–267. <https://doi.org/10.1177/1468018114539864>
- Yip, A. W. H., & Dembeck, N. M. P. (2018). Sustainable business model archetypes for the banking industry. *Journal of Cleaner Production*, 174, 150–169. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.10.190>

Capitolo 2. I bond sostenibili; Social Bond e Social Impact Bond.

Nell'ultima categoria menzionata del capitolo precedente (Strumenti Finanziari Sostenibili) rientrano anche i c.d. *Impact Bond*. Si tratta di strumenti che avvalendosi della struttura e del funzionamento di base delle obbligazioni, tentano di raccogliere finanziamenti volti alla realizzazione di progetti con un impatto positivo e sostenibile. Ad oggi, il concetto di sostenibilità può essere scisso in due macro-aree, ambientale e sociale, ed è proprio seguendo questa distinzione che possiamo categorizzare gli *Impact Bond*:

- **Green Bond (GB):** per Green Bond si è soliti intendere quella categoria di obbligazioni i cui proventi sono esclusivamente indirizzati al finanziamento (o re-finanziamento) totale o parziale, di progetti con finalità ambientali.
- **Social Bond (SB):** nel termine Social Bond vengono inclusi tutti quegli strumenti analoghi nella struttura e nel funzionamento ai Green Bond, la cui caratteristica discriminante, però, consta nella finalità, in quanto, in questo caso, il capitale ricavato andrà a finanziare progetti con finalità sociali.
- **Sustainability Bond (SUB):** i Sustainability Bond sono strumenti che servono a finanziare progetti che condividono finalità sia ambientali che sociali. Si tratta di uno strumento ibrido tra i due precedenti.

2.1. I Social Bond – i requisiti

L'*International Capital Market Association (ICMA)*¹⁸, ha provveduto a stabilire dei requisiti che uno strumento finanziario deve possedere per essere incluso nella categoria “Social Bond”. L’obiettivo è quello di “incentivare la trasparenza, la divulgazione e la trasmissione di informazioni, così da creare un contesto chiaro e riconoscibile all’interno del settore, che possa garantire l’integrità nella crescita del mercato dei Social Bond” (ICMA, 2018).

Gli elementi fondamentali che uno strumento obbligazionario sostenibile deve possedere (i c.d. *Social Bond Principles, SBP*) sono i seguenti:

1. **Utilizzo dei proventi:** si tratta dell’elemento fondamentale e caratterizzante dei Social Bond. Ciascuna obbligazione che rientri in questa tipologia deve essere finalizzata al finanziamento di progetti sociali, i quali dovrebbero essere adeguatamente descritti nell’informativa dello strumento stesso. I benefici sociali creati dai programmi devono essere identificabili e quantificabili da parte dell’emittente. Per essere definito “sociale” un progetto deve generare dei risultati in uno dei seguenti ambiti:

¹⁸ Organizzazione con sede in Svizzera, composta da 570 istituti ed enti operanti nel mondo della finanza, la cui missione è quella di promuovere un network tra i vari mercati obbligazionari globali così da creare una coerenza a livello internazionale. Cfr. <http://icmagroup.org>

- Infrastrutture di base (es. strutture per la fornitura di acqua potabile, fognature, servizi sanitari, trasporti, energia);
- Accesso ai servizi essenziali (es. il servizio sanitario, l'assistenza sanitaria, l'istruzione e formazione professionale, servizi bancari e finanziari);
- Abitazioni economiche accessibili;
- Creazione di posti di lavoro anche tramite finanziamenti e micro-finanziamenti alle PMI;
- Sicurezza e Igiene alimentare;
- Progresso e rafforzamento socioeconomico.

Inoltre, anche le popolazioni che ricevono i frutti del progetto (c.d. popolazioni target) devono rientrare in categorie specifiche, tra le quali vi sono coloro che vivono sotto la soglia di povertà, comunità escluse e/o marginalizzate, gruppi vulnerabili, persone con disabilità, migranti, persone con scarsa istruzione e persone che non godono di servizi e beni essenziali.

2. **Processo di valutazione e selezione dei progetti:** l'emittente de Social Bond deve comunicare chiaramente agli investitori:
 - Gli obiettivi sociali;
 - Il processo con il quale l'emittente stabilisce in che modo i progetti rientrano nelle categorie sopra menzionate;
 - I criteri di eleggibilità, inclusi, se applicabile, criteri di esclusione o qualsiasi altro processo che possa identificare e gestire i rischi sociali ed ambientali potenziali associati con i progetti.

Con questo requisito si cerca di incoraggiare gli emittenti a rivelare tutte le informazioni, di carattere sociale ma, indirettamente, anche di tipo finanziario, che possono influenzare la scelta degli investitori.

3. **Gestione dei proventi:** il ricavato delle emissioni, o un ammontare equivalente, deve essere destinato ad un sotto-conto, collocato in uno specifico portafoglio, o comunque registrato e collocato dall'emittente nelle maniere adeguate. L'emittente è tenuto, inoltre, ad attestare e documentare l'utilizzo dei proventi per il finanziamento dei progetti sociali di riferimento. Infine, tutti i ricavi non ancora collocati con finalità sociali devono essere denunciati agli investitori, indicando, in ogni caso, il loro attuale impiego.
4. **Reporting:** gli emittenti devono elaborare e rendere disponibili tutti i dati e le informazioni riguardo l'utilizzo dei proventi ed aggiornarli periodicamente fino a completa allocazione, oppure fino ad un periodo successivo in caso di importanti sviluppi. Il report deve includere al suo interno: la lista dei progetti sociali finanziati attraverso la collocazione dei Social Bond, una breve descrizione del

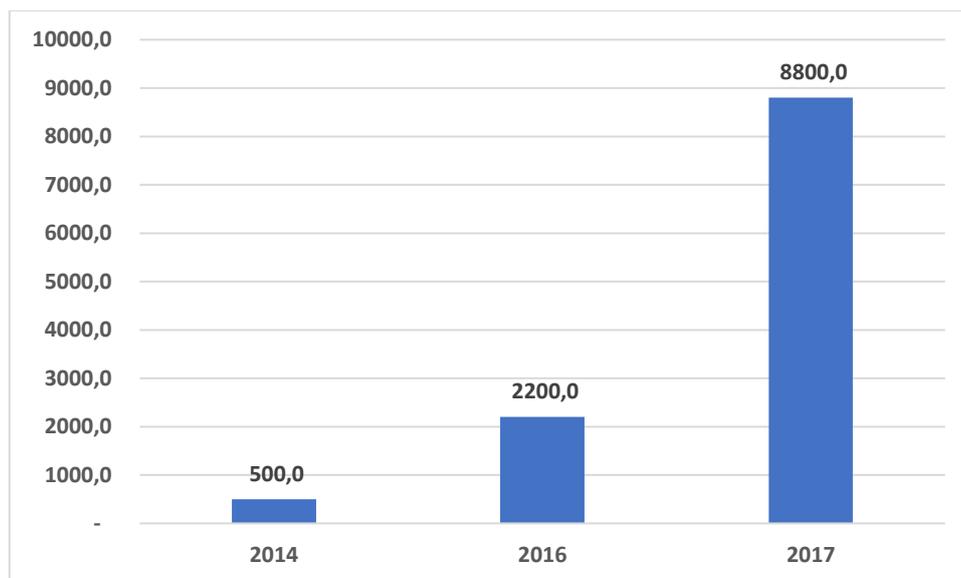
progetto, l'identificazione della rispettiva quota e i risultati attesi. Si auspica che, in caso di criticità nella rilevazione – per accordi di riservatezza ad esempio -, vengano comunque rese note tali informazioni, seppure in termini generici o sulla base di risultati aggregati dei vari progetti.

Per favorire ulteriormente la trasparenza, i SBP raccomandano l'utilizzo di indicatori di performance quantitativi che siano pratici ed interpretabili e l'ispezione dei documenti informativi da parte di società esterne che verifichino il rispetto dei requisiti. Le revisioni possono riguardare l'intero pacchetto titoli, come un numero limitato, e possono essere effettuate in diversi modi:

- **Second party opinion:** opinioni rilasciate da istituzioni indipendenti con esperienza nel sociale.
- **Verifica:** verifica indipendente effettuata tenendo in considerazione una serie di criteri, solitamente pertinenti a processi di business o di creazione di valore sociale.
- **Certificazione:** un emittente può farsi certificare i propri Social Bond, purché rispettino gli standard e i requisiti stabiliti da soggetti terzi qualificati e accreditati.
- **Social Bond Scoring/Rating:** è possibile farsi classificare i propri Social Bond, come solo il programma generale, oppure caratteristiche di questo, da ricercatori specializzati o agenzie di rating, secondo una metodologia di valutazione consolidata.

La ratio dei requisiti appena citati è quella di fornire una tassonomia ed una regolamentazione, sebbene ancora archetipiche. È un primo tentativo di fare ordine all'interno di un settore che sta crescendo esponenzialmente, e che rischia di generare inefficienze se non controllato in maniera opportuna.

Tabella 12. Volume totale dei Social Bond emessi (in milioni di USD). Fonte: ICMA e Citi Bank (2018a).



Come riporta uno studio realizzato congiuntamente dall'ICMA e da CitiGroup Bank (ICMA, 2018) il volume di tutti i Social Bond emessi ha subito un incremento del 30%, sintomo di un mercato che si rivela sempre più

appetibile per gli investitori, ma che necessita, mai come ora, di una cornice che regolamenti e disciplini il suo svolgimento.

2.2. Le tipologie di Social Bond

Esistono diverse tipologie di Social Bond; essi si distinguono per caratteristiche come la struttura, il funzionamento, la certezza o l'aleatorietà di ricevere flussi, e la presenza o meno di garanzie. Sono stati individuati principalmente quattro diversi strumenti:

- **Standard Social Bond:** si tratta di un'obbligazione tradizionale allineata con i SBP. È prevista la possibilità di rivalersi sull'emittente.
- **Social Revenue Bond:** strumento che calca il modello dei bond municipali. Si tratta di obbligazioni, allineate con i SBP, che non prevedono la possibilità di rifarsi sull'emittente (obbligazioni senza ricorso¹⁹). L'esposizione del credito è solamente compensata da i flussi di cassa – es. ricavi, tariffe, tasse – che vengono generati dal progetto finanziato con il capitale raccolto dall'emissione.
- **Social Project Bond:** è reputato lo strumento più originale tra quelli sostenibili. Bond la cui emissione serve a finanziare uno o più progetti sociali; l'esposizione è data dalla riuscita del progetto, o dei più, qualora previsto. Pertanto, verranno staccate cedole, solamente se il *Social Project* è stato ritenuto di successo. Nella seguente categoria rientrano anche i c.d. *Social Impact Bond*.
- **Social Securitised and Covered Bond:** variante “sociale” dei covered bond. Titoli di debito la cui principale fonte di ritorno è data dai flussi di cassa degli assets, ma che sono coperti da uno o più specifici progetti sociali. Nella seguente categoria vengono inclusi anche *Asset Backed Securities* (ABS), *Mortgage Backed Securities* (MBS) e strutture analoghe.

Nel corso del capitolo procederemo con una descrizione più dettagliata della terza tipologia (Social Impact Bond), considerata la sua innovazione ed originalità nel funzionamento come nel rapporto tra gli attori coinvolti. Nel prossimo capitolo, invece, andremo a studiare come il mercato considera i Social Bond “tradizionali”; difatti, la loro struttura, pressoché identica a quella di uno strumento obbligazionario semplice, permette una più facile collocazione ed individuazione all'interno dei mercati di capitali rispetto ai titoli delle altre categorie.

2.3. I Social Project Bond o Social Impact Bond²⁰

I Social Impact Bond (SIB) sono asset finanziari il cui obiettivo è quello di indurre gli investitori a finanziare programmi sociali, rendicontando una serie di incentivi qualora il progetto attuato raggiunga determinati obiettivi. Possiamo far risalire le sue origini al 2009, quando il governo Laburista inglese, presieduto da

¹⁹ C.d. “non-recourse-to-the-issuer debt obligation”

²⁰ Definiti anche come Development Impact Bond (DIB) o Pay for Success Bond (PFS)

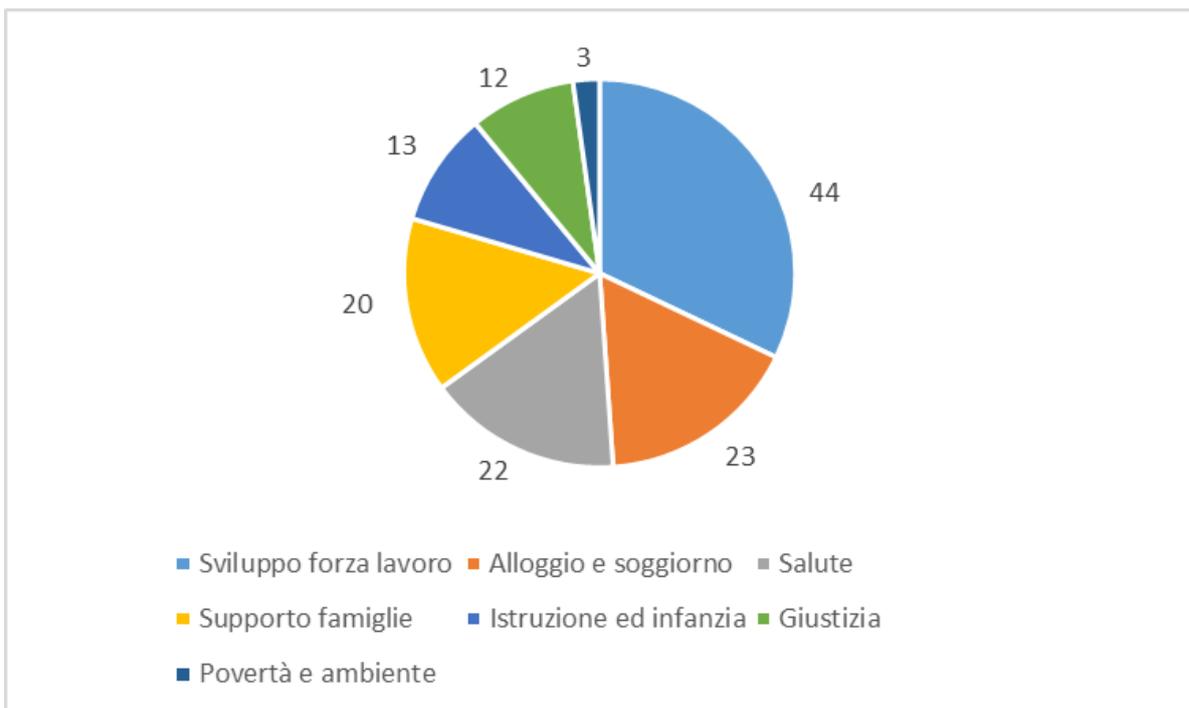
Gordon Brown, pensò di introdurre il meccanismo del payment-by-result (Sinclair et al., 2014) nel sistema delle politiche welfare. L'austerità giocò un ruolo fondamentale, in quanto nutrì il desiderio di sistemi innovativi che potessero integrare le dinamiche di mercato nella fornitura di servizi per la società, così da poter ridurre sensibilmente la spesa pubblica (McHugh et al., 2013).

Nel dettaglio, i SIB sono un nuovo sistema di finanziamento, basato su contratti del tipo PBR (*payment-by-results*); si concentrano sull'esito di un lavoro, il cui obiettivo è quello di contrastare problemi sociali, e che nasce dalla cooperazione tra entità pubblica insieme ad investitori privati.

Un'organizzazione "emittente" raccoglie capitale da investitori privati, o fondazioni, contro la consegna dei bond. I fondi sono poi girati ad un'impresa sociale il cui compito è quello di mettere in atto il progetto stabilito. Se, e solo se, i risultati misurabili – generalmente di natura sociale, o comunque extra-finanziaria - raggiungono le soglie stabilite, l'emittente procede nei confronti degli investitori con il rimborso della quota capitale, a cui va ad aggiungersi una quota interessi precedentemente stabilita. Si può notare come la denominazione "bond" risulti fuorviante, in quanto non si tratta di uno strumento che segue una logica obbligazionaria convenzionale; lo si potrebbe considerare, tutt'al più, un derivato finanziario, il cui valore dipende dall'andamento del sottostante, i.e. il progetto sociale. D'altro canto si differenziano anche dai contratti politici tradizionali, in quanto si orientano più sul risultato finale che sul processo e sulle risorse impiegate (Berndt & Wirth, 2018).

La Social Finance, organizzazione non-profit internazionale leader nell'intermediazione nell'ambito SIB, ha registrato ben 137 Impact Bond, tutti indirizzati a questioni e problematiche individuate nei 17 SDGs (cfr. Tabella 11), per un totale di capitale raccolto pari a 440 milioni di dollari.

Tabella 13. Social Impact Bond suddivisi per tematiche d'impatto. Fonte: Social Finance.



Prima di individuare i diversi modelli di SIB, andremo ad evidenziare i principali stakeholder che prendono parte a questa particolare struttura collaborativa.

2.3.1. Attori

Il funzionamento dei Social Impact Bond si regge essenzialmente sulla presenza di tre ruoli principali, che possono essere svolti da organizzazioni di tipologie differenti: investitori, committente, e provider.

Investitori: gli investitori partecipano attraverso il conferimento del denaro necessario a rendere il progetto effettivo. I ritorni dell'investimento non sono garantiti; essi saranno presenti, in misura totale o parziale, solamente al raggiungimento delle soglie obiettivo. I principali investitori nel settore sono fondazioni, aziende, banche o altri investitori privati.

Provider: è colui che offre la prestazione volta a raggiungere i risultati desiderati. Come in altri contratti di questo tipo, la sua retribuzione spetta solamente in caso di successo. Molto raramente, invece, è il propositore dell'iniziativa, e questa è una caratteristica peculiare dello strumento. Le aziende non-profit e le NGO sono i principali provider, nonostante questa posizione possa essere occupata anche da società private.

Committente: sono gli eventuali pagatori finali, nonché i principali iniziatori del progetto. Nei paesi più ricchi si tratta di ministeri o dipartimenti di governo, responsabili di una specifica tematica. Nei paesi più arretrati la stessa mansione viene solitamente svolta da istituzioni internazionali oppure da entità filantropiche.

A queste posizioni se ne possono aggiungere altre, che intervengono soprattutto nel caso in cui le partnership comprendono un numero elevato di membri. Esse sono:

Intermediari: gli Impact Bond si avvalgono spesso di figure che forniscano specifici servizi di intermediazione, tra cui consulenza, gestione del fondo investimenti, gestione delle informazioni ed intermediazione pura come Special Purpose Vehicle (SPV).

Valutatori: nella maggior parte dei casi, è necessario l'intervento di un valutatore indipendente²¹ che possa determinare se la performance del provider ha raggiunto gli obiettivi preassegnati. La scala e i metodi di valutazione devono essere denunciati a priori, in sede di sviluppo e progettazione²².

2.3.2. Tipi di Social Impact Bond

A seconda degli attori coinvolti e dei ruoli coperti vengono a formarsi diversi Social Impact Bond. I diversi tipi, la cui combinazione può creare approcci ibridi, vengono distinti principalmente per provenienza dei fondi e modalità di consegna del servizio.

²¹ Tenendo in considerazione la natura pubblicistica del committente, quella dei valutatori è generalmente privata.

²² È opportuno aggiungere che, come visto in precedenza, per ottenere il riconoscimento da parte dell'ICMA è obbligatoria la sua presenza.

Riguardo la provenienza dei fondi, possiamo apprezzare tre differenti SIB:

1. **Philanthropic Social Impact Bond:** i fondi vengono raccolti da fonti di stampo filantropico, investiti attraverso una società veicolo per realizzare la prestazione di una NGO subappaltata. Il coinvolgimento di un governo centrale o locale dipende dall'esito del progetto. Vista la natura del fondo, il cui principale scopo non è quello di realizzare ricchezza aggiuntiva, il vantaggio di questo SIB sta nella possibilità di sperimentare nuove forme di funzionamento e di innovarsi, accollandosi anche alti livelli di rischio, presenti, ad esempio, in progetti sociali ambiziosi.
2. **Public Sector Social Impact Bond:** in questo caso i fondi vengono presi in prestito da autorità locali per la realizzazione di un programma e il ricevimento di pagamenti futuri, effettuati dalle autorità centrali, avviene al conseguimento dei traguardi fissati. Modelli di questo tipo sono i più semplici da strutturare e da attuare, in quanto coinvolgono solitamente un numero basso di attori (principalmente coinvolti nel settore pubblico), con conseguente riduzione dei costi di transazione.
3. **Commercial Social Impact Bond:** a differenza dei precedenti modelli, nel Commercial SBI l'investimento è di puramente natura commerciale. Attraverso questo metodo si viene a creare una nuova classe di attivi, che viene investita dai principali intermediari finanziari (banche, fondi assicurativi e pensionistici) attraverso l'istituzione di apposite SPV. Per rendere pratica questa sottotipologia, sono necessari una maturità e un consolidamento dei metodi di valutazione delle nuove forme di rischio presenti nei tessuti socio-finanziari che si vanno a formare (Mulgan, 2011).

Le modalità di consegna del servizio ne distingue ulteriori tre²³:

- a. **Streamlined Structure:** l'attore-fondo svolge anche il ruolo di iniziatore e gestore del programma ad impatto sociale. Generalmente ha un accordo con un'istituzione governativa che prevede il ricevimento di una serie di pagamenti, che coprono la cifra investita più una quota addizionale, nel caso di efficacia dell'intervento. È lo schema più snello, facile da progettare ed attuare, con conseguenti costi di transazioni ridotti. Tuttavia, per metterlo in pratica è necessario che il fondo in prima istanza abbia le finanze necessarie per dare il via all'operazione.
- b. **Lead Delivery Agency:** la principale differenza rispetto al primo modello sta nella scissione dei ruoli di finanziamento e conduzione del programma. Infatti, in questo schema si prevede la presenza di una figura specializzata nell'intervento (i.e. impresa sociale), distinta dal fondo. Il vantaggio della condivisione del rischio di insuccesso è controbilanciato dal potenziale conflitto di interessi che si può formare, soprattutto se non vengono accordati dei protocolli di azione a priori (Bernd & Wirth, 2018. La Torre, 2019) oppure se non è prevista nessuna entità di intermediazione.

²³ Per osservare gli schemi di funzionamento, consultare le figure in appendice.

- c. **Special Purpose Vehicle:** in tale circostanza viene istituita una SPV, entità legale creata appositamente per la creazione e la gestione dei rapporti collaborativi necessari, in quanto si occupa di trovare gli investitori, il pagatore finale, e gli appaltatori della missione sociale. Ciò che contraddistingue la società veicolo è che, nonostante sia l'iniziatrice del progetto, essa non realizza alcun intervento diretto per la causa. Con l'applicazione di questo schema difficilmente si vengono a creare dei disallineamenti tra le figure partecipanti, con costi di agenzia ridotti a fronte, però, di costi di transazione elevati.

2.3.3. Punti di forza ed insidie – confronto con la letteratura accademica.

Il Social Impact Bond possiede una serie di caratteristiche che lo rendono uno strumento completamente nuovo nel contesto della Finanza e delle politiche pubbliche. Avvalendoci delle opinioni, talvolta favorevoli, altre volte scettiche, degli studiosi ed esperti del settore riguardo tale obbligazione sostenibile, andremo a delineare le caratteristiche positive e le insidie che nasconde al suo interno.

Probabilmente la sua peculiarità risiede nell'apertura del settore sociale agli investitori commerciali. In questo frangente il SIB costituisce un punto d'incontro tra la filantropia e la Finanza tradizionale, consentendo agli investitori privati di accedere a nuove fonti di investimento precedentemente non disponibili. In questo modo possono supportare iniziative caritatevoli e, nello stesso istante, aspirare a dei ritorni economici.

Osservando il funzionamento del SIB si può notare un altro dei suoi tratti distintivi, ossia il trasferimento del rischio di riuscita dell'intervento dal settore pubblico al settore privato, integrando, di fatto, le dinamiche di mercato all'interno della pubblica amministrazione (Liebman, 2011). Creando un mercato apposito per le politiche, si va a formare un sistema, teso all'efficienza e che conferirà al potere pubblico la facoltà di pagare solo le azioni che saranno ritenute efficaci, con una sensibile riduzione delle uscite e un alleggerimento del carico dei contribuenti (Mulgan, 2011).

I SIB costituiscono una nuova fonte di finanziamento per tutte le imprese sociali e non-profit, le quali saranno immerse in un nuovo ambiente competitivo, all'interno del quale verranno attuati meccanismi di selezione che consentiranno la sopravvivenza dei soli attori in grado di innovarsi (Minutolo et al., 2018). In aggiunta, è possibile sfruttare a pieno il potenziale delle imprese senza scopo lucro, ossia il contatto con la comunità; attraverso le strette collaborazioni previste dallo strumento, questa qualità consente l'individuazione intelligente degli obiettivi e la possibilità di effettuare valutazioni idonee e coerenti con il problema affrontato (Joy & Shield, 2013) soprattutto nel panorama delle micro-politiche (Schinkus, 2017).

A livello valutativo è stata fatta evidenza di come il processo di valutazione dell'impatto dei SBI, il *Social Impact Measurement*²⁴ (SIM), possa costituire un beneficio per il sistema di valutazione degli impatti delle politiche tradizionali. È stato infatti dimostrato come la micro-focalizzazione del suo raggio d'intervento, la

²⁴ Il *Social Impact Measurement* è un processo valutativo applicabile anche alla più grande famiglia degli investimenti sostenibili.

cultura imprenditoriale dell'entità valutativa, la vicinanza agli stakeholders e il suo orientamento sui fini più che sui mezzi sono tutti elementi che renderebbero l'intervento della P.A. potenzialmente più efficiente (Dufour, 2019).

Tuttavia, il SIB è stato, e continua ad essere, oggetto di dibattiti e critiche da parte di numerosi accademici. La stretta correlazione tra risultato "sociale" e risultato "finanziario" richiede che la proxy individuata per rappresentare l'esito dell'intervento sia il più possibile affidabile; trattandosi però di programmi sociali, non risulta sempre facile soddisfare questa necessità. Di conseguenza la preoccupazione è quella che, per via del processo di privatizzazione, gli attori si focalizzino soprattutto su quei temi la cui valutazione risulta più affidabile e conseguentemente le cui probabilità di successo sono più alte (McHugh, 2013), dando vita al c.d. fenomeno del "cherry picking"²⁵.

Non si limitano a questo gli effetti della privatizzazione; come riporta Kisti e Leroy (2015), la pratica dei Social Impact Bond non è altro che una "capitalizzazione degli emarginati", ossia il tentativo di trasformare interventi di beneficenza in occasioni di lucro. Per evitare la deriva verso una forma selvaggia di neoliberalismo e una sottomissione completa del settore social alle dinamiche di mercato, è comunque necessaria una presenza vigile e attenta dello Stato, nonostante nel sistema SIB non svolga un ruolo direttamente operativo (Berndt & Wirth, 2018).

Essendo uno strumento il cui rendimento si slega dalle dinamiche convenzionali, il SIB costituisce un potenziale strumento di diversificazione del rischio sistematico all'interno di un portafoglio. Nonostante ciò, bisogna tenere presente che, sempre per la sua natura innovativa, incorpora nuove tipologie di rischio:

- a. **Rischio di Esecuzione (*Execution Risk*):** rischio che il programma designato non risulti appropriato per la risoluzione del problema individuato. Per mitigare questo rischio si cerca di reperire dati di partenza solidi e una storia degli interventi sociali su quel campo ben documentata (Schinckus, 2018).
- b. **Rischio di misurazione (*Measurement Risk*):** rischio che riguarda la stima dell'impatto generato dal piano finanziato. Quello che bisogna dimostrare è che il risultato, qualora positivo, sia causato direttamente dall'attuazione del programma, e non da altro.
- c. **Rischio Base (*Basis Risk*):** rischio che al committente non risulti conveniente la messa in pratica del SIB. Ad esempio, il rischio che un governo centrale, dopo il pagamento degli interessi agli investitori, abbia speso più di quanto avrebbe fatto se avesse finanziato, direttamente e a monte, l'iniziativa.

²⁵ Per "cherry picking" si è soliti intendere una fallacia logica (c.d. bias) secondo la quale vengono individuati e considerati solamente quei casi o dati che vanno a supporto della propria tesi. In questo caso, il *cherry picking* può essere visto come la pratica di selezionare gli interventi sociali con maggior probabilità di successo, per incrementare le probabilità di guadagno, trascurando una selezione dei progetti per potenzialità di impatto.

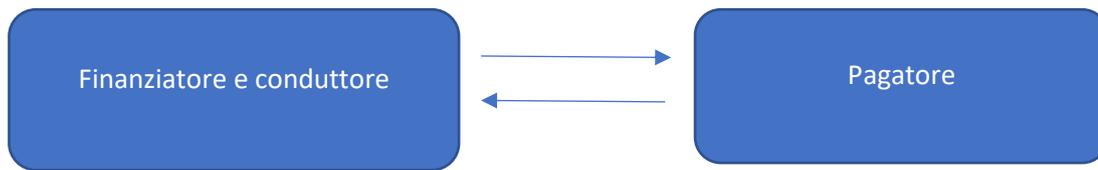
- d. **Conseguenze non intenzionali (*Unintended Consequences*):** rischio che gli effetti sociali positivi generati dall'attivazione di un SIB vengano compensati dalla riduzione nell'erogazione dei servizi di un provider già operante nel settore in questione.

Infine, è stato evidenziato un problema di liquidità del Social Impact Bond, dovuto principalmente a due fattori: 1) al suo raggio di azione mirato e geograficamente limitato; 2) ad una questione più di carattere tecnico, ossia un problema di determinazione del prezzo. Mancando una raccolta dati sufficiente circa i programmi analoghi andati a buon fine ed avendo una configurazione dei pagamenti dei ritorni basata su eventi incerti e non facilmente prevedibili, risulta questione estremamente delicata la valutazione a priori del SIB (Schinckus, 2018).

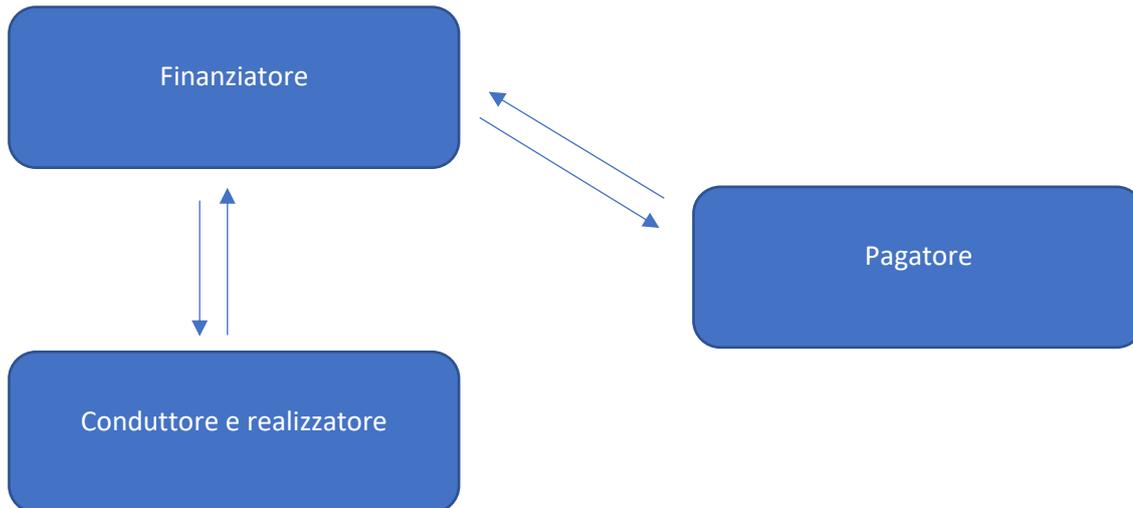
Nel corso del prossimo capitolo, eseguiremo uno studio che possa chiarire come il mercato valuta e considera la tipologia di strumento in analisi, rifacendoci anche alle intuizioni del paragrafo precedente. Nello specifico, analizzeremo una serie di Social Bond nel tentativo di evidenziare la loro redditività e liquidità confrontandoli prima con strumenti sostenibili simili – i.e. i più famosi Green Bond – e poi con titoli più tradizionali, come possono essere quelli governativi, così da verificare la loro convenienza circa un eventuale investimento.

Appendice 2: Modelli di Consegna degli SIB

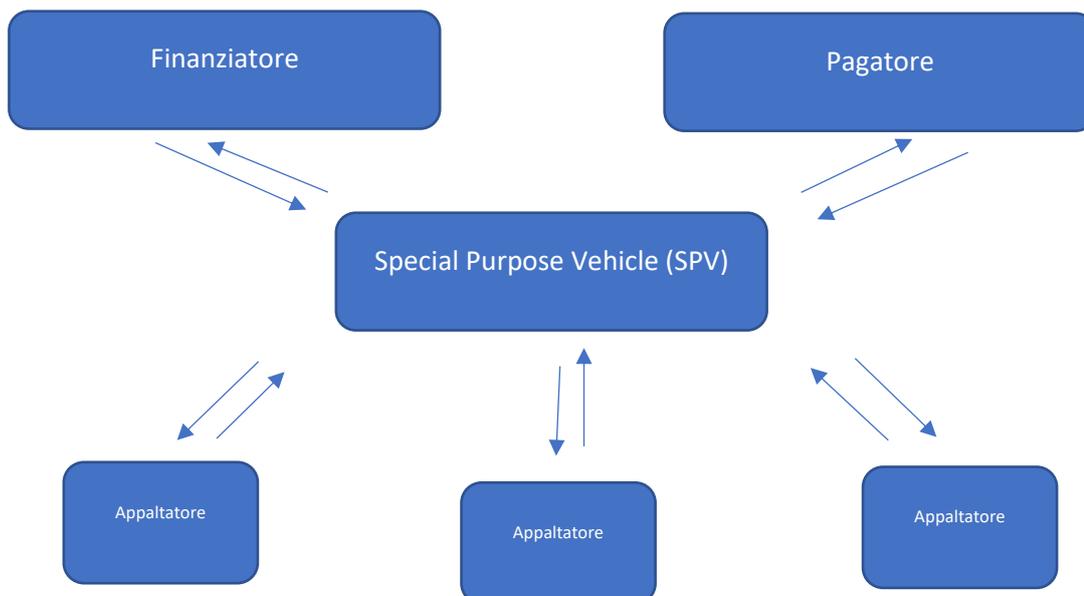
Streamlined model



Lead Delivery Agency model



Special Purpose Vehicle model



Bibliografia Capitolo 2:

- Berndt, C., & Wirth, M. (2018). Market, metrics, morals: The Social Impact Bond as an emerging social policy instrument. *Geoforum*, 90, 27–35. <https://doi.org/10.1016/j.geoforum.2018.01.019>
- Dufour, B. (2019). Social impact measurement: What can impact investment practices and the policy evaluation paradigm learn from each other? *Research in International Business and Finance*, 47, 18–30. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.02.003>
- Fox, C., & Albertson, K. (2011). Payment by results and social impact bonds in the criminal justice sector: New challenges for the concept of evidence-based policy? *Criminology & Criminal Justice*, 11(5), 395–413. <https://doi.org/10.1177/1748895811415580>
- Huang, J. Y., Shieh, J. C. P., & Kao, Y.-C. (2016). Starting points for a new researcher in behavioral finance. *International Journal of Managerial Finance*, 12(1), 92–103. <https://doi.org/10.1108/IJMF-05-2015-0111>
- ICMA (2018). Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, ICMA Paris Representative Office, www.icmagroup.org
- ICMA (2018a). Green & Social Bond Market Update
- Joy, M., & Shields, J. (2013). Social Impact Bonds: The Next Phase of Third Sector Marketization? *Canadian Journal of Nonprofit and Social Economy Research*, 4(2). <https://doi.org/10.22230/cjnser.2013v4n2a148>
- La Torre, M., & Calderini, M. (2018). Social Impact Investing beyond the SIB. In *Evidence from the Market. Macmillan Palgrave Studies in Impact Finance*, Palgrave.
- La Torre, M., Trotta, A., Chiappini, H., & Rizzello, A. (2019). Business Models for Sustainable Finance: The Case Study of Social Impact Bonds. *Sustainability*, 11(7), 1887. <https://doi.org/10.3390/su11071887>
- Liebman, J. B. (2011). Social Impact Bonds: A promising new financing model to accelerate social innovation and improve government performance. *Center for American Progress*, 9.
- McHugh, N., Sinclair, S., Roy, M., Huckfield, L., & Donaldson, C. (2013). Social impact bonds: a wolf in sheep's clothing?. *Journal of Poverty and Social Justice*, 21(3), 247-257.
- Minutolo, C., Mills, C., Stakeley, J., Roberston, K.M., (2018). The Creation of Social Impact Credits: Funding for Social Profit Organizations. In Walker, T., Kibsey, S. D., & Crichton, R. (Eds.). (2018). *Designing a sustainable financial system: Development goals and socio-ecological responsibility*. Cham: Palgrave Macmillan.
- Mulgan, G., Reeder, N., Aylott, M., & Bo'sher, L. (2011). Social impact investment: the challenge and opportunity of social impact bonds. *Young Foundation*, 1-38.
- Regis, M. (n.d.). *Introduzione alla statistica bayesiana*. 27.
- Rizzello, A., & Carè, R. (2016). INSIGHT INTO THE SOCIAL IMPACT BOND MARKET: AN ANALYSIS OF INVESTORS. (3), 27.
- Schinckus, C. (2017). Financial innovation as a potential force for a positive social change: The challenging future of social impact bonds. *Research in International Business and Finance*, 39, 727–736. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.004>
- Schinckus, C. (2018). The valuation of social impact bonds: An introductory perspective with the Peterborough SIB. *Research in International Business and Finance*, 45, 1-6.
- Sinclair, S., McHugh, N., Huckfield, L., Roy, M., & Donaldson, C. (2014). Social Impact Bonds: shifting the boundaries of citizenship. *Social policy review*, 26, 119-136.
- Social Finance. (2019). Impact Bond Global Database. <https://sibdatabase.socialfinance.org.uk>. Accesso eseguito il: 14 Agosto 2019

Capitolo 3. Analisi dei Social Bond.

Nel capitolo precedente abbiamo introdotto il Social Bond, inquadrandolo nell'insieme degli *Impact Bond* e nella famiglia generica degli strumenti finanziari sostenibili. Per quanto riguarda questo capitolo, ad una disquisizione sull'ambiente nel quale possiamo collocare il SB, seguirà un'analisi prettamente quantitativa, per constatare come viene effettivamente considerato dai mercati. Cercheremo di trovare delle prove che possano rispondere a una domanda circa le principali differenze empiriche tra il Bond Sociale ed altre categorie di obbligazioni.

In particolare, risulta interessante effettuare un paragone con due specifiche classi: da un lato, rimarremo nel campo della Finanza Sostenibile, e cercheremo di individuare le diverse vite dei SB e dei Green Bond all'interno dei mercati finanziari, dall'altro, effettueremo lo stesso tipo di paragone con i Titoli di Stato, tipologia ben più convenzionale. L'obiettivo di questo lavoro è chiarire se un investimento in titoli del genere risulti interessante anche sotto una prospettiva economica - trascendendo dalla positività d'impatto sostenibile che essi inglobano quasi-tautologicamente – ed osservare se vi sono delle specifiche variabili che influenzino il loro comportamento.

L'oggetto che è stato individuato per l'analisi è il *Social Bond* tradizionale²⁶; le sue caratteristiche di funzionamento, pressoché uguali a quelle di un *Plain Vanilla Bond*, rendono il processo di individuazione, rilevazione ed analisi dei dati maggiormente fluido e con poche possibilità di commettere errori nelle valutazioni.

Nonostante il SIB sia lo strumento più esotico ed intrigante tra quelli menzionati, presenta diverse criticità in materia: innanzitutto, è uno strumento “giovane” e con progetti sociali di lunga durata²⁷. Questo significa che per rilevare un insieme di dati che abbia una significanza, bisogna aspettare ancora qualche anno, nell'attesa che terminino i progetti sociali e che questi vengano valutati. In secondo luogo, trattandosi, almeno per ora, di un contratto sperimentale tra parti private, non è uno strumento liberamente circolabile, il che si tramuta in una difficoltà nel reperire *disclosures* pubbliche di carattere informativo e nel tracciare il loro comportamento sui principali *data provider* in circolazione. Alla luce di ciò, si è ritenuto opportuno non considerare i SIB come oggetto di analisi, tenendo a mente anche il fatto che i Social Bond tradizionali costituiscono una proxy sufficiente per rispondere alla domanda di ricerca.

3.1. Premessa metodologica

Il seguente lavoro si è suddiviso in diverse fasi. La prima è quella dell'individuazione del campione di ricerca. Per raccogliere un numero sufficiente di elementi sono state esaminate la Borsa del Lussemburgo e le

²⁶ *Standard Social Bond*

²⁷ I progetti sociali finanziati dal SIB tendono ad avere una durata che va solitamente dai 5 ai 10 anni.

principali Borse Tedesche, tra le quali Francoforte, Berlino, Stoccarda e Monaco. La ragione sta nel fatto che la Borsa del Lussemburgo è ad oggi l'unica borsa che presenta un apposito listino di Social Bond²⁸, al pari dei più conosciuti Green and Sustainable Bond. Si è andato così a formare un pacchetto di ventotto obbligazioni ad impatto sociale²⁹. Parallelamente sono stati definiti i benchmark per effettuare le comparazioni già accennate. A tal proposito è stato scelto l'indice GBGLTREH (*Bloomberg Barclays MSCI Green Bond Index*) come campione rappresentativo dei Green Bond e l'indice WGBI-DM (*FTSE World Government Bond – Developed Markets Index*) a testimonianza dell'andamento dei titoli di Stato dei principali paesi sviluppati.

Successivamente sono stati consultati i database finanziari di Bloomberg e Thomson Reuters per il raccoglimento dei dati. Sono stati raccolti dati che potessero fornire una prova riguardo la redditività dei SB e la loro liquidità all'interno dei mercati, così da offrire una quadro generico delle loro prestazioni. Una volta estratti, questi dati sono stati dapprima ordinati in Microsoft Excel e successivamente interpretati attraverso il programma di statistica SPSS.

Sono state individuate diverse variabili nell'esecuzione della ricerca. Per studiare il rendimento in relazione al rischio è stata effettuata un'analisi dell'andamento dei titoli e degli spread SB-Indice sui loro rendimenti a scadenza (codice Bloomberg = YLD_YTM_MID). Invece, per studiare la liquidità sono stati tenuti in considerazione i volumi di scambio dei titoli (VOLUME) e i vari bid-ask spread (calcolato attraverso PX_ASK e PX_BID).

Considerata la giovane età di alcuni dei titoli presenti nel pacchetto, non è stato possibile considerare un arco temporale che fosse superiore a un anno, per non comprendere nello stesso campione durate troppo discordanti che potessero alterare le valutazioni finali. Il periodo di riferimento pertanto comincia il 9 Agosto 2018 e finisce lo stesso giorno dell'anno successivo.

3.2. Analisi di ricerca

3.2.1. Campione

Come detto in precedenza il campione si compone di ben ventotto bond³⁰, emessi da 9 emittenti differenti. Tali emittenti sono raggruppabili in tre grandi famiglie: banche parastatali, istituzioni finanziarie internazionali e banche private.

Come riporta la tabella 12, la maggioranza degli emittenti sono di carattere istituzionale. Una spiegazione di tale distribuzione potrebbe risalire principalmente a due fattori: un maggior interesse per le cause sociali e di

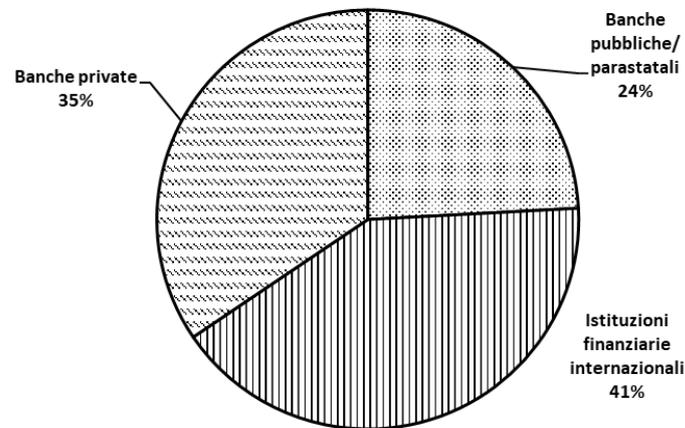
²⁸ <https://www.bourse.lu/social-bonds>

²⁹ Consultare appendice

³⁰ Per caratteristiche specifiche consultare l'appendice.

sviluppo e una prematurità del settore che non incentiva ancora gli attori privati ad operare a pieno regime al suo interno.

Tabella 14. Frequenza di distribuzione dei Social Bond per tipologia di emittente.



La natura degli emittenti studiati potrebbe giustificare anche la buona qualità dei SB analizzati: secondo Moody's, il 100% dei titoli è classificato al di sopra della "junk line", quasi l'80% del pacchetto ha una valutazione in classe A, e ben il 69% ha il massimo dei voti (voto Aaa). Questi risultati sono comunque da ponderare con attenzione, tenendo a mente il fatto che tutti gli emittenti in questione fanno parte di organizzazioni internazionali, o comunque hanno rapporti molto stretti con la sfera pubblica dei rispettivi Stati³¹.

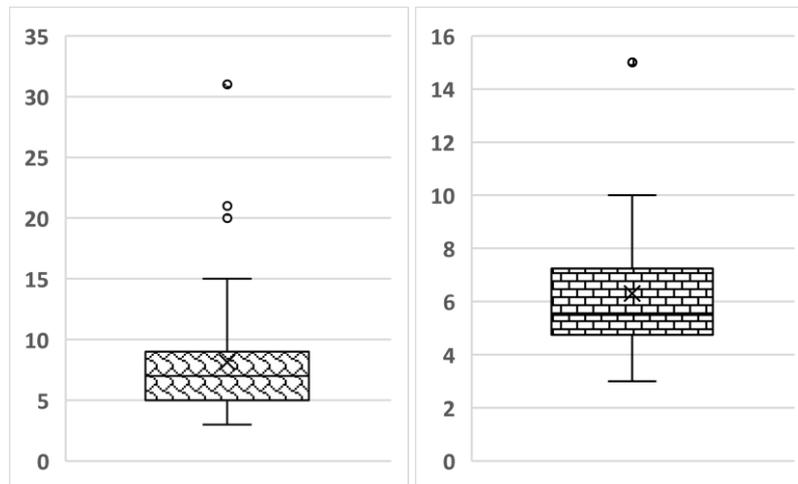
La tipologia maggiormente utilizzata è quella di un'obbligazione con cedola fissa (96.4% del campione) annuale (82.8% del campione). Il tasso cedolare varia, con un range che parte dallo 0.1% fino ad arrivare a valori sensibilmente elevati pari al 6.5%. Il tasso medio dei coupon è pari all'1.03% con una mediana pari allo 0.69%, il che significa che la distribuzione presenta un'asimmetria positiva; pertanto, vi è una concentrazione maggiore dei titoli con tasso inferiore a quello medio.

La durata dei Social Bond esaminati presenta una distribuzione, tutto sommato, concentrata. La durata media presentata corrisponde a quasi 8 anni e 2 mesi (8 anni 1 mese e 19 giorni). La mediana invece è pari a 7 anni. Il box-plot qui sotto raffigura la dispersione dei valori; nonostante siano presenti diversi scarti (corrispondenti a durate di 20, 21 e 31 anni), questi non alterano in maniera significativa le analisi. È possibile constatare la precedente affermazione, dapprima apprezzando qualitativamente la variazione dei grafici, che rimane relativamente contenuta. Inoltre, andando a supportare quantitativamente la nostra affermazione possiamo notare come l'inclusione dei tre valori di scarto lascia il coefficiente di variazione della distribuzione

³¹ Come nel caso della *Nederlandse Waterschapsbank*, banca privata olandese la cui mission principale è quella di finanziare le c.d. *water boards*, ossia entità governative regionali incaricate di gestire la questione idrica nei Paesi Bassi.

comunque al di sotto dell'unità ($CV = 0.7728$), sintomo di una concentrazione che rimane robusta. Possiamo quindi lasciare inalterato il nostro campione, includendo anche i soggetti con le durate più lunghe. La conclusione è che i Social Bond, così come i bond tradizionali, hanno durate variabili in un intervallo che va da un triennio fino a diversi decenni; tuttavia, la maggior parte degli strumenti sostenibili in analisi hanno una durata collocabile nel segmento di medio periodo³².

Tabella 15 e 14. Box-plot raffiguranti la distribuzione delle durate dei titoli, prima includendo e poi escludendo gli scarti.



3.2.2. Redditività dei titoli – Analisi degli Spread

Una volta delineato il campione d'analisi, procederemo con lo studio di diversi criteri che andranno a comporre un quadro di valutazione generale dei Social Bond. In particolare, si andrà a considerare come domanda di ricerca la convenienza – in meri termini finanziari – di un eventuale investimento in questi titoli finanziari sostenibili rispetto ad altre categorie.

In questo capitolo andremo ad esaminare la redditività di tali titoli, cercando anche di delineare e giustificare i loro profili rischi-rendimento. Per fare ciò, abbiamo estratto – attraverso la piattaforma Bloomberg – i prezzi ed i rendimenti a scadenza (YTM) di tutti i titoli in questione nell'ultimo anno³³ (09/08/2018 – 09/08/2019), con frequenza giornaliera.

Dai primi calcoli è emersa una media dei rendimenti a scadenza dei titoli pari all'1.58%. Tuttavia, la deviazione standard pari al 4.1% ha evidenziato la presenza di dati anomali che potessero influenzare la distribuzione. Effettivamente, è stata riscontrata la presenza di un SB (IFC 0 04/16/20121) il cui rendimento a scadenza, rispettivamente pari al 21.1% distorceva in maniera significativa le analisi descrittive effettuate. Non è stato ritenuto possibile quindi includerlo nel proseguo dello studio. I nuovi risultati mostrano una media dei

³² Tra i 5 e i 10 anni circa.

³³ Se il titolo è stato emesso meno di un anno fa, sono stati presi i valori dalla data di emissione fino al 09/08/2019.

rendimenti pari allo 0.86%; il valore di mediana pari allo 0.31% ci indica una maggior concentrazione nel lato sinistro della distribuzione ($x < \text{media}$). Questo significa che una buona quota delle obbligazioni ha un rendimento inferiore allo 0.86%.

Il seguente ragionamento viene ulteriormente supportato dall'osservazione dell'andamento dei singoli Social Bond. Nell'ultimo anno quasi tutte le obbligazioni ad impatto sociale (a partire da inizio Novembre 2018 circa) hanno registrato un brusco calo dei rendimenti. È necessario però capire se tale fenomeno ha riguardato solamente la famiglia dei bond sostenibili o se effettivamente tutto il mercato obbligazionario ha risentito, con intensità differenti naturalmente, di una flessione dei rendimenti. Effettivamente, prendendo come prove l'andamento di due obbligazioni governative (*Treasury Bill 10Y* e *German Bund 10Y*), basta un semplice check qualitativo nello stesso periodo di riferimento per appurare come non si tratti di un comportamento esclusivo dei Social Bond.

Tabella 16. Andamento dei rendimenti del Treasury Bill 10Y (US10Y; Blu) e titolo azionario di Apple (AAPL; Verde). Fonte: CNBC



Tabella 17. Andamento del Bund Tedesco a 10 anni (DE10Y). Fonte: CNBC.



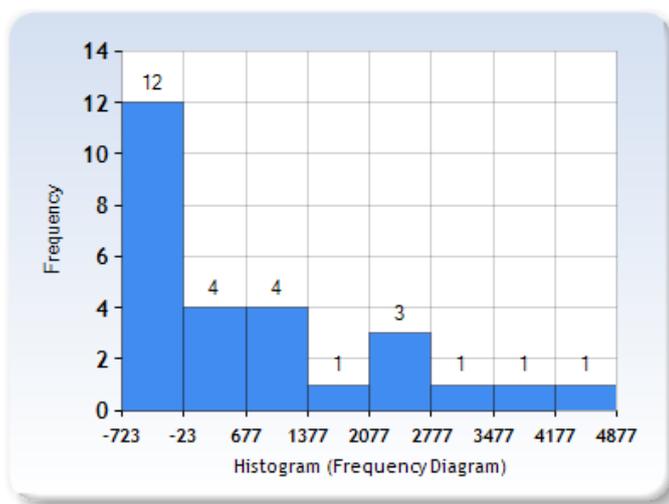
Tabella 18. Andamento dei rendimenti a scadenza del Social Bond "CDEP 0 3/4 11/21/22 (AP838207 Corp)". Fonte: Bloomberg.



Nel campo dell'analisi comparative, abbiamo proceduto con la rilevazione di due indici che rappresentassero rispettivamente i Green Bond, titoli "parenti" dei Social Bond, e i Governative Bond, ossia i titoli di Stato, per poi ricavare degli spread che fossero significativi circa la differente profittabilità delle categorie.

Nel primo caso, ossia il paragone tra le due categorie di obbligazioni sostenibili, è stato consultato il report annuale di un "Green Bond Index" della Barclays (GBGLTREH Index³⁴), che riportava un rendimento annuale dell'indice pari al 6.47%. Dal calcolo dei diversi differenziali di rendimento dei titoli, è emerso uno spread medio di 723 punti base³⁵. Anche in questa circostanza emerge una forte variabilità dei singoli risultati, dimostrata da un CV (coefficiente variazione) pari ad 1.96 e un range Min-Max pari a 5009 punti base. La tabella qui sotto raffigura l'istogramma degli spread GBGLTREH Index del pacchetto. È facile notare come, nonostante la media sopra riportata, ben 12 titoli hanno addirittura uno spread negativo. Questo ci fa capire come non sia affidabile orientarsi sui risultati ottenuti, in quanto la situazione cambia sensibilmente a seconda del titolo a cui si fa riferimento.

Tabella 19. Iistogramma degli spread GBGLTREH. Fonte: Bloomberg



Per confermare quanto appena detto, abbiamo suddiviso gli elementi del campione a seconda della categoria di emittente. La tabella ANOVA (*analyses of variance*) qui sotto raffigura le sotto-distribuzioni con le relative descrizioni univariate – tra cui media e deviazione standard – e ciò che emerge è una forte discordanza tra le medie dei componenti raccolti secondo la variabile "Tipologia di emittente".

³⁴ MSCI – Bloomberg Barclays Green Bond Index

³⁵ Per tentare di omogeneizzare i valori, come proxy del rendimento annuale dei titoli è stato calcolato la variazione da t_0 (09/08/2018 oppure data di emissione) a t_1 (09/08/2019) a cui è stato poi addizionato il valore del coupon in centesimi.

Tabella 20. Tabella ANOVA con Tipologia di emittente e Spread GBGLTREH come variabili. Fonte: Bloomberg, PSPP & Microsoft Excel.

Descriptives									
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
						Lower Bound	Upper Bound		
Var0010	Banca parastatale	7	-356,00	318,30	120,31	-650,38	-61,62	-723	141
	Istituzione fin. mondiale	10	515,40	950,25	300,49	-164,37	1195,17	-271	2898
	Banca privata	10	1685,60	1679,36	531,06	484,26	2886,94	-485	4285
	Total	27	722,89	1413,72	272,07	163,64	1282,14	-723	4285

Tale dipendenza delle medie alla variabile qualitativa è confermata dal valore dell' η^2 (eta-quadro) pari a 0.34, cifra che, nonostante nella “statistica teorica” non risulti straordinaria, sottolinea una dipendenza tra le variabili comunque empiricamente interessante.

Possiamo quindi affermare che il rendimento dei Social Bond sia leggermente influenzato dalla tipologia di emittente: le banche parastatali staccano i Social Bond con un rendimento più basso, mentre le obbligazioni sociali delle banche private detengono il differenziale con i bond ecologici più alto, sintomo di un maggior rischio dei primi. Una prima spiegazione che si può dare risiede, differentemente dal mercato obbligazionario “verde”, nell’assenza di quelle garanzie, in questo caso necessariamente prestate dalla presenza dello Stato all’interno delle banche parastatali, che il mercato reputa necessarie in titoli emergenti e ancora instabili come i Social Bond.

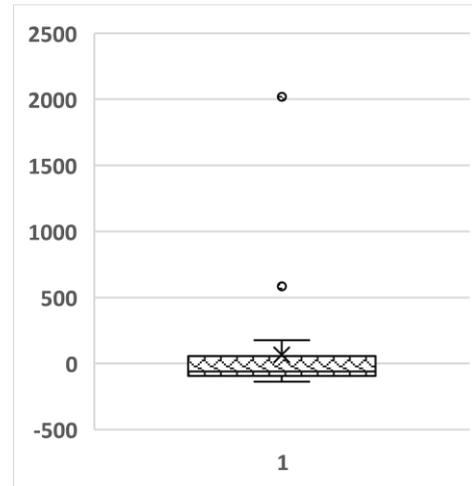
Analogamente a quanto appena fatto, possiamo effettuare un’analisi comparativa analoga con titoli di debito pubblici. A tal proposito, abbiamo individuato un altro indice, WGBI-DM Index (FTSE World Government Bond Index – Developed Markets, su Bloomberg *SBWDMUU*) il quale misura il rendimento di bond sovrani in mercati sviluppati, con caratteristiche tecniche simili a quelle del nostro campione³⁶.

A differenza della prima analisi comparativa, essendo stato possibile rilevare il rendimento a scadenza dell’indice - pari allo 0.91 % -, procederemo con il calcolo dello spread delle varie YTM. Per iniziare abbiamo effettuato uno studio della variabile presa singolarmente. I risultati mettono in risalto uno spread medio pari a 74.5 punti basi, seguito però da una deviazione standard quasi 6 volte più grande della media, sintomo di una dispersione molto accentuata dei dati.

È infatti emerso un valore molto differente rispetto agli altri (IFC 0 04/16/2021 REGS Corp.) pari a ben 2019 p.b., che distorce eccessivamente i risultati (cfr. tabella 18).

³⁶ Coupon a tasso fisso e che rientrano nella fascia d’investimento raccomandata. Per ulteriori informazioni sulla composizione dell’indice, consultare: https://www.yieldbook.com/x/ixFactSheet/factsheet_monthly_wgbi_dm_en_US.pdf

Tabella 21. Box Plot dello spread SB-WGBI_DM



Con la sua eliminazione è stato possibile ottenere un risultato senza anomalie, con un CV assoluto pari a 1.07. Di seguito (tabella 22) i dati di dispersioni emersi:

Valid cases = 28; cases with missing value(s) = 1.					
Variable	N	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum
SBWDMUU	27	-5,19	149,04	-138,00	585,00

Il valore della media è di appena -5 punti base. Da questa osservazione, possiamo pertanto dire che i Social Bond da noi analizzati hanno un rendimento a scadenza in media simile a quello dei titoli di stato scambiati nei mercati sviluppati. Anche in questa circostanza però è opportuno ribadire come si stia parlando di valori di media, la cui variazione nella dispersione dei dati rimane comunque importante, con un range che – esclusi i valori scartati – raggiunge 723 basis points. Tuttavia, è possibile affermare, almeno in questa prima istanza, che gli investimenti in titoli di Stato canonici piuttosto che in bond ad impatto sociale godono di proprietà simili nel rendimento.

In aggiunta, diversamente dalla prima comparazione effettuata, la tipologia di emittente non influenza in maniera sostanziale lo spread del rendimento a scadenza; l'eta-quadro riportato è pari allo 0.08, valore che neanche in analisi empiriche gode di rilevanza. Da quanto è emerso possiamo concludere che il rendimento a scadenza dei Social Bond non è particolarmente differente dal rendimento di un titolo sovrano circolante nei mercati sviluppati ed inoltre, se tenuto fino a maturity, la qualità dell'emittente non altera in maniera sostanziale la redditività del titolo.

3.2.2. Liquidità dei titoli – Analisi dei volumi e dei bid-ask spread

Il secondo step dell'analisi consiste nella valutazione della liquidità dei Social Bond all'interno del mercato. Il tentativo è quello di ampliare la descrizione del nostro campione oltre il fattore variabilità, fornendo anche una panoramica circa la sua facilità di scambio all'interno dei mercati obbligazionari. Per fare ciò ci siamo

avvalsi di due variabili: la prima, i volumi di scambio (campo Bloomberg VOLUME), i.e. il numero di operazioni di scambio concluse all'interno di un determinato periodo di riferimento, la seconda il bid-ask spread (o differenziale denaro-lettera; ricavato tramite i campi Bloomberg PX_ASK e PX_BID), vale a dire il differenziale che vi è tra i prezzi quotati per l'acquisto immediato (*bid*) e per la vendita immediata (*ask*) in borsa di un determinato titolo.

Cominciando dalla prima variabile di analisi, sono stati raccolti i seguenti risultati (tabella 23):

SECURITY NAME	ISSUE_DT	TOT_VOL	BID_ASK_SPREAD (%)
BNG 0.375 10/14/2019 REGS Corp	10/14/2014	155,449,000	0.473
BNG 0.125 11/03/2020 REGS Corp	11/3/2015	60,000	0.090
BNG 0.05 07/13/2024 REGS Corp	7/13/2016	87,261,000	0.181
BNG 1.625 11/25/2019 144A Corp	11/25/2016	48,200,000	0.024
COE 0.125 04/10/2024 REGS Corp	4/10/2017	4,300,000	0.201
NEDWBK 0.25 06/07/2024 REGS Corp	6/7/2017	-	0.473
NEDWBK 1.25 06/07/2032 REGS Corp	6/7/2017	24,857,000	0.473
KA 0.375 07/12/2021 REGS Corp	7/12/2017	-	0.230
ICO 0.1 07/30/2021 Govt	7/13/2017	98,040,000	0.177
NEDWBK 1.625 01/29/2048 REGS Corp	8/29/2017	-	0.688
ICO 0.963 09/22/2022 Govt	9/22/2017	-	0.380
CDEP 0.75 11/21/2022 Govt	11/21/2017	283,800,000	0.363
AFDB 0.25 11/21/2024 Corp	11/21/2017	26,239,000	0.207
EBRD 3.01 03/13/2028 REGS Corp	3/13/2018	-	0.331
COE 0.375 03/27/2025 REGS Corp	3/27/2018	108,000	0.225
IFC 0 04/16/2021 REGS Corp	4/13/2018	-	2.076

NEDWBK 1.5 04/27/2038 REGS Corp	4/27/2018	-	0.547
AFDB 0.875 05/24/2028 Corp	5/24/2018	52,000	0.2296
NEDWBK 0.125 09/25/2023 Corp	9/25/2018	185,116,000	0.166
IFC 1.75 03/30/2020 Corp	3/30/2017	235,773,000	0.091
NEDWBK 1.5 06/15/2039 REGS Corp	11/12/2018	2,000,000	0.518
ICO 0.75 10/31/2023 Govt	11/26/2018	110,330,000	0.249
NEDWBK 0.625 02/06/2029 REGS Corp	2/6/2019	387,157,000	0.254
IFC 6.5 03/27/2026 Corp	3/27/2019	14,650,000	1.194
COE 0 04/10/2026 REGS Corp	4/10/2019	4,000,000	0.224
AFDB 1.5 04/11/2022 Corp	4/11/2019	-	0.278
NEDWBK 0.125 05/28/2027 REGS Corp	5/28/2019	138,790,000	0.214
AZ476479 Corp	7/9/2019	-	0.460

I valori sopra mostrati, ci offrono diversi spunti di riflessione. Da una parte, la rilevazione dei volumi di alcuni titoli ha presentato delle criticità, non risultando possibile ricavare alcun tipo di valore dai database consultati durante il lavoro. Dall'altra, le cifre estratte, tenendo in considerazione il fatto che esse non si riferiscono ad una media periodica, bensì al totale raccolto dalla loro emissione, ci descrivono una basso potere di circolazione dello strumento, con numeri che sono paragonabili a quelli di titoli azionari/obbligazionari appartenenti a realtà economiche con capitalizzazione medio-bassa.

Tale considerazione, riguardo la circolazione dello strumento, può essere avvalorata dall'osservazione degli spread denaro-lettera. Tuttavia, i risultati che emergono sono discordanti. Questo perché, nonostante sia vero che il risultato medio figuri con un valore percentuale dello 0.38, cifra che comunque indica una liquidità media, la dispersione dei singoli valori risulta sensibilmente accentuata, con un minimo pari allo 0.024% (BNG 1.625 11/25/2019 144A Corp.), spread molto contenuto per la tipologia di obbligazione, fino ad arrivare ad un massimo del 2.076% (IFC 0 04/16/2021 REGS Corp., titolo che, anche in questa circostanza, si conferma come anomalo), valore che indica una liquidità relativamente scarsa. Infine, con un eta-quadro pari allo 0.06, la variabile qualitativa "tipologia di emittente" non influenza praticamente in alcun modo la variabile quantitativa "Bid/Ask Spread".

3.3. Considerazioni finali e conclusioni

L'inclusione della sostenibilità nella Finanza è un argomento sempre più sentito. Nel primo capitolo sono stati illustrati diversi modi con i quali la sostenibilità prende forma all'interno del panorama finanziario; abbiamo individuato un approccio per così dire "indiretto", con il quale le banche commerciali ordinarie selezionano le possibilità di investimento ampliando lo spettro delle variabili considerate oltre quelle prettamente economiche. Abbiamo poi affrontato il mondo delle banche sociali, che incorporano al loro interno modelli di business radicali, la cui missione principale è lo sfruttamento delle dinamiche bancarie per la generazione di un impatto ambientale e sociale positivo ed è stato riscontrato come si tratti di un sistema apprezzato, considerando la loro crescita positiva dal dopo-crisi ad oggi. Concludendo la panoramica, ci siamo soffermati sui principali strumenti finanziari sostenibili, sul loro funzionamento e sulla crescente considerazione che c'è nei loro confronti.

Si tratta di un settore dell'industria finanziaria in continua espansione ed evoluzione, alla continua ricerca di soluzioni che favoriscano il raggiungimento dei 17 *Sustainable Development Goals* entro il 2030, e che, allo stesso tempo, soddisfino le diverse, e legittime, richieste economiche di tutti quegli attori che si rivolgono all'intermediazione finanziaria. Ed è proprio a tal proposito che sono stati creati gli *Impact Bond*, titoli obbligazionari con un impatto nella sostenibilità, e tra questi ci siamo soffermati soprattutto sul sottoinsieme dei *Social Bond*, il cui principale scopo è avere un impatto positivo in ambito sociale.

Nel secondo capitolo è stata effettuata un'analisi qualitativa dello strumento, spiegando quelli che sono i requisiti necessari affinché un bond possa essere definito sociale, e le diverse tipologie che possono esistere. Nell'ultimo capitolo invece è stato effettuato un esame quantitativo dello strumento, così da poter raccogliere sufficiente materiale per cercare di rispondere alla domanda circa la convenienza di un eventuale investimento in *Social Bond*.

Nonostante la Finanza Sostenibile cresca ad un ritmo sostenuto, i Bond Sociali sono probabilmente uno degli strumenti che ha maggiore difficoltà ad emergere, rimanendo, tra tutti gli strumenti, compresi i bond sostenibili, quelli meno conosciuti ed utilizzati. Difatti, sono state evidenziate due importanti difficoltà nell'esecuzione del lavoro, di preciso:

1. Nell'individuazione di Social Bond circolanti, qualunque fosse la loro tipologia;
2. Nell'estrazione di dati dalle piattaforme utilizzate che godessero di frequenza.

Alla luce di ciò, possiamo individuare una prima causa per cui risulta prematuro un investimento ponderato in SB, ossia la mancanza di dati essenziali per l'effettuazione delle dovute analisi, cosicché possano essere soddisfatte le esigenze economiche e il desiderio di sostenibilità.

Soffermandosi sui dati raccolti, è possibile affermare che i titoli studiati hanno un rendimento a scadenza simile a quello dei principali titoli di Stato scambiati su mercati sviluppati. Tuttavia, emerge una sostanziale differenza nella liquidità; infatti, i *Social Bond* sono titoli poco scambiati all'interno del mercato e difficilmente convertibili in moneta. Per quanto riguarda il breve termine invece, è stata evidenziata una forte connessione tra tipologia di emittente e rendimento annuale dei titoli, con le banche parastatali che staccano bond più contenuti nella profittabilità ma, per ora, decisamente più sicuri rispetto a quelli emessi da istituzioni internazionali e banche private. Per tale ragione, nel caso in cui si volesse investire nel settore sociale nonostante l'iniziale precarietà, si consiglia l'acquisto di obbligazioni emesse da banche pubbliche/parastatali, sebbene presentino i ritorni più contenuti.

In conclusione, si auspica una crescita di questo strumento, tra i più ambiziosi all'interno del mondo della Finanza Sostenibile, affinché lo si possa considerare al pari di strumenti sostenibili più diffusi come i Green Bond e i Sustainable Bond. Per fare ciò, abbiamo individuato due fattori necessari per favorire la realizzazione di quanto auspicato:

- 1. Creazione di una tassonomia:** come già denunciato dall'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance* (HLEG) della Commissione Europea, è necessario stabilire una sistema di classificazione chiaro e dettagliato di tutte le attività sostenibili, tra cui i *Social Bond*. Solo così si potrà raggiungere un linguaggio comune per tutti gli attori all'interno del sistema finanziario, oltre che favorire la ricerca, l'individuazione e l'analisi dei diversi tipi di strumenti.
- 2. Cambio di paradigma:** è importante sottolineare come sia praticamente impossibile soddisfare efficientemente le richieste di profitto congiuntamente a quelle di sostenibilità. Qualora si decida di effettuare un investimento in strumento sostenibili, soprattutto nel sociale, bisogna tenere a mente come, a parità di rischio, un titolo "canonico" presenterà sicuramente un rendimento maggiore rispetto a quello sociale. Ma, citando nuovamente Lagoarde-Segot (2015), "*è necessaria una rivalutazione degli assunti ontologici, epistemologici e metodologici della Finanza oderna*", e l'abrogazione del concetto di "massimizzazione del profitto" per far sì che gli strumenti finanziari sostenibili vengano considerati alla pari di quelli tradizionali.

Appendice Capitolo 3

Tabella Appendice 3. Composizione del pacchetto oggetto d'analisi. Fonte: Bloomberg.

Bond Name	Issuer	Issue Date	Maturity	Coupon	Coupon Type	Coupon Frequency	Currency	Moody's Rating	Amount Issued	Amount Outstanding
	ISSUER	ISSUE_DT	MATURITY	CPN	CPN_TYP	CPN_FREQ	CRNCY	RTG_MOODY	AMT_ISSUED	AMT_OUTSTANDING
BNG 0.375 10/14/2019 REGS Corp	BNG BANK NV	10/14/2014	10/14/2019	0.375		1	1 EUR	Aaa	500,000,000	500,000,000
BNG 0.125 11/03/2020 REGS Corp	BNG BANK NV	11/3/2015	11/3/2020	0.125		1	1 EUR	Aaa	650,000,000	650,000,000
BNG 0.05 07/13/2024 REGS Corp	BNG BANK NV	7/13/2016	7/13/2024	0.05		1	1 EUR	Aaa	1,000,000,000	1,000,000,000
BNG 1.625 11/25/2019 144A Corp	BNG BANK NV	11/25/2016	11/25/2019	1.625		1	2 USD	Aaa	600,000,000	600,000,000
COE 0.125 04/10/2024 REGS Corp	COUNCIL OF EUROPE	4/10/2017	4/10/2024	0.125		1	1 EUR	Aa1	500,000,000	500,000,000
NEDWBK 0.25 06/07/2024 REGS Corp	NEDER WATERSCHAPSBANK	6/7/2017	6/7/2024	0.25		1	1 EUR	Aaa	1,500,000,000	1,500,000,000
NEDWBK 1.25 06/07/2032 REGS Corp	NEDER WATERSCHAPSBANK	6/7/2017	6/7/2032	1.25		1	1 EUR	Aaa	500,000,000	500,000,000
KA 0.375 07/12/2021 REGS Corp	KOMMUNALKREDIT AUSTRIA A	7/12/2017	7/12/2021	0.375		1	1 EUR	WR	300,000,000	300,000,000
ICO 0.1 07/30/2021 Govt	INSTITUT CREDITO OFICIAL	7/13/2017	7/30/2021	0.1		1	1 EUR	NR	500,000,000	500,000,000
NEDWBK 1.625 01/29/2048 REGS Corp	NEDER WATERSCHAPSBANK	8/29/2017	1/29/2048	1.625		1	1 EUR	Aaa	600,000,000	600,000,000
ICO 0.963 09/22/2022 Govt	INSTITUT CREDITO OFICIAL	9/22/2017	9/22/2022	0.963		1	1 SEK	NR	500,000,000	500,000,000
CDEP 0.75 11/21/2022 Govt	CASSA DEPOSITI E PRESTIT	11/21/2017	11/21/2022	0.75		1	1 EUR	Baa3	500,000,000	500,000,000
AFDB 0.25 11/21/2024 Corp	AFRICAN DEVELOPMENT BANK	11/21/2017	11/21/2024	0.25		1	1 EUR	Aaa	500,000,000	500,000,000
EBRD 3.01 03/13/2028 REGS Corp	EUROPEAN BK RECON & DEV	3/13/2018	3/13/2028	3.01		1	2 PLN	NR	317,000,000	317,000,000
COE 0.375 03/27/2025 REGS Corp	COUNCIL OF EUROPE	3/27/2018	3/27/2025	0.375		1	1 EUR	Aa1	500,000,000	500,000,000
IFC 0 04/16/2021 REGS Corp	INTL FINANCE CORP	4/13/2018	4/16/2021	0		0	0 TRY	Aaa	22,000,000	22,000,000
NEDWBK 1.5 04/27/2038 REGS Corp	NEDER WATERSCHAPSBANK	4/27/2018	4/27/2038	1.5		1	1 EUR	Aaa	500,000,000	500,000,000
AFDB 0.875 05/24/2028 Corp	AFRICAN DEVELOPMENT BANK	5/24/2018	5/24/2028	0.875		1	1 EUR	Aaa	1,250,000,000	1,250,000,000
NEDWBK 0.125 09/25/2023 Corp	NEDER WATERSCHAPSBANK	9/25/2018	9/25/2023	0.125		1	1 EUR	Aaa	1,000,000,000	1,000,000,000
IFC 1.75 03/30/2020 Corp	INTL FINANCE CORP	3/30/2017	3/30/2020	1.75		1	2 USD	Aaa	500,000,000	500,000,000
NEDWBK 1.5 06/15/2039 REGS Corp	NEDER WATERSCHAPSBANK	11/12/2018	6/15/2039	1.5		1	1 EUR	Aaa	600,000,000	600,000,000
ICO 0.75 10/31/2023 Govt	INSTITUT CREDITO OFICIAL	11/26/2018	10/31/2023	0.75		1	1 EUR	Baa1	500,000,000	500,000,000
NEDWBK 0.625 02/06/2029 REGS Corp	NEDER WATERSCHAPSBANK	2/6/2019	2/6/2029	0.625		1	1 EUR	Aaa	1,000,000,000	1,000,000,000
IFC 6.5 03/27/2026 Corp	INTL FINANCE CORP	3/27/2019	3/27/2026	6.5		1	1 BRL	Aaa	100,000,000	100,000,000
COE 0 04/10/2026 REGS Corp	COUNCIL OF EUROPE	4/10/2019	4/10/2026	0		1	1 EUR	Aa1	500,000,000	500,000,000
AFDB 1.5 04/11/2022 Corp	AFRICAN DEVELOPMENT BANK	4/11/2019	4/11/2022	1.5		1	1 NOK	Aaa	500,000,000	500,000,000
NEDWBK 0.125 05/28/2027 REGS Corp	NEDER WATERSCHAPSBANK	5/28/2019	5/28/2027	0.125		1	1 EUR	Aaa	1,000,000,000	1,000,000,000
AZ476479 Corp	NEDER WATERSCHAPSBANK	7/9/2019	7/9/2025	0.125		1	1 SEK	Aaa	200,000,000	200,000,000

Bibliografia Capitolo 3

Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, (2018). Final Report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance, in Financing a Sustainable European Economy, *European Commission*.

Lagoarde-Segot, T. (2015). Diversifying finance research: From financialization to sustainability. *International Review of Financial Analysis*, 39, 1-6.