



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

INVESTIRE PER L'IMPATTO SOCIO-AMBIENTALE:
SFIDE ATTUALI E PROSPETTIVE FUTURE

Prof. Pierluigi Murro

Relatore

Angelica Briani - 234261

Candidato

Anno Accademico 2020/2021

Indice	
Introduzione	4
1 La finanza a supporto dell’impatto socio-ambientale.....	5
1.1 Crescita e proporzione globale delle attività di investimento sostenibile	5
1.1.1 Strumenti e norme globali.....	8
1.2 Social and Responsible Investments (SRI)	11
1.2.1 Evoluzione storica.....	11
1.2.2 Approcci agli investimenti sostenibili.....	13
1.2.3 Fattori ESG	15
1.3 <i>Impact Investing</i> : quadro generale	16
1.3.1 Dimensioni e caratteristiche del mercato	19
1.3.2 Performance finanziaria e socio-ambientale	21
1.4 Principali barriere allo sviluppo	23
2 Misurazione dell’impatto e tipologie di <i>impact investments</i>	26
2.1 Metodologie di misurazione dell’impatto	26
2.2 Strumenti di finanza ad impatto	32
2.2.1 Green Bond	33
2.2.2 Mini green bond: l’importanza delle PMI per lo sviluppo sostenibile	35
2.2.3 Social Bond	36
2.2.4 Social Impact Bond	37
2.2.5 Crowdfunding	39
2.2.6 Fondi di investimento.....	41
3 Analisi impatto e performance finanziaria	44
3.1 Impact Fund Managers.....	44
3.1.1 Metriche di misurazione dell’impatto	48
3.1.2 Performance finanziaria	50
3.2 Il caso Sella SGR: primo fondo comune di investimento a impatto in Italia.....	53
3.3 Prospettive dell’ <i>impact investing</i> : superare le sfide allo sviluppo del mercato	57

Conclusione.....	60
Bibliografia	62
Sitografia.....	64

Introduzione

Le sfide economiche, sociali ed ambientali che hanno caratterizzato gli ultimi decenni, acuite dalla crisi pandemica, richiedono la costruzione di un modello economico nuovo. In questo contesto, è più che mai urgente intervenire per costruire una ripresa sostenibile, sviluppando strumenti di finanza basati sull'assunto che, accanto al rendimento finanziario, sia necessario perseguire un'utilità sociale ed ambientale. Il mercato dell'*impact investing* si prefigge di ricoprire questo ruolo. Si aggiunge quindi, oltre a rischio e rendimento, un terzo criterio di valutazione degli investimenti: l'impatto.

Questo elaborato, pertanto, intende affrontare il tema dell'*impact investing* che si propone come un nuovo modo di investire risorse economiche in maniera più equa e inclusiva, senza che tutto ciò escluda comunque una corretta remunerazione. Tuttavia, vi sono degli ostacoli che gli investitori si trovano ad affrontare e che se non superati potrebbero portare ad un progressivo scemare dell'interesse verso questa categoria di investimenti.

Nel corso del presente elaborato, verranno quindi prima introdotti i profili definatori della finanza sostenibile, successivamente saranno affrontati i concetti fondamentali e i temi caratteristici dell'*impact investing*. Si individueranno le principali barriere allo sviluppo di questo mercato emergente che nei capitoli seguenti saranno analizzate. Nel secondo capitolo si approfondirà la tematica della misurazione e valutazione dell'impatto presentando alcuni dei framework più diffusi e si descriveranno gli strumenti finanziari principalmente utilizzati. Nel terzo capitolo si analizzerà qual è nella pratica l'atteggiamento assunto da un campione di fondi di investimento impegnati nella finanza a impatto in relazione alla valutazione dell'impatto generato, in particolare si indagheranno i framework più utilizzati e l'accreditamento da parti terze degli stessi. Successivamente, verranno esaminati i rendimenti finanziari target dei fondi di investimento, la performance effettiva relativa ai rendimenti finanziari target negli ultimi tre anni e un confronto con i fondi non ad impatto. Sempre sulla scia della valutazione d'impatto e della performance finanziaria verrà analizzato il primo fondo ad impatto in Italia. Infine, verranno esposte le prospettive dell'*impact industry* e saranno suggerite possibili soluzioni per il superamento delle sfide allo sviluppo del mercato.

1 La finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale

Nell'ultimo decennio, temi quali il cambiamento climatico, i diritti civili, garanzia di pari opportunità, etica nel business sono diventati predominanti e impellenti. In particolare, nel mondo della finanza e degli investimenti sono sempre di più i soggetti interessati a fattori diversi dal semplice ritorno finanziario, laddove in passato le azioni e le obbligazioni erano spesso acquistate senza alcuna conoscenza delle politiche adottate e dell'etica perseguita dalle società. Nella sua tradizionale lettera annuale¹ il CEO di BlackRock², Larry Fink, ha presentato un piano ambizioso per combattere il cambiamento climatico, spingendo le aziende in cui BlackRock investe per conto dei suoi clienti a realizzare piani espliciti per far sì che le loro attività riescano a sopravvivere in un contesto in cui l'economia globale sta cercando di eliminare le emissioni di gas serra entro il 2050. Larry Fink scrive: «Il 2020 è stato un anno storico per gli investimenti sostenibili. Molte persone pensavano che il Covid-19 avrebbe rallentato il processo di riorientamento verso scelte di investimento sostenibile, ma in realtà è accaduto l'opposto: lo slancio è cresciuto a livello globale. [...] Questo slancio globale verso la neutralità carbonica preannuncia un drammatico rimodellamento dell'economia e profonde implicazioni per le aziende e i portafogli dei nostri investitori» (2021). Nella lettera dello scorso anno, il primo asset manager al mondo aveva già evidenziato come il rischio legato al clima e al rapporto tra imprese e ambiente rappresenti una componente sempre più importante del rischio d'investimento. Infatti, più le aziende gestiscono il proprio rapporto con l'ambiente più sono nella condizione di ridurre i fattori di rischio collegati al clima e maggiore sarà la capacità di rispettare le previsioni di lungo periodo, anche a fronte di eventuali emergenze, come quella pandemica. BlackRock ha fatto della sostenibilità il suo nuovo standard d'investimento sulla base di una convinzione profondamente radicata: l'integrazione della sostenibilità aiuta gli investitori a costruire portafogli più resilienti e ad ottenere migliori rendimenti nel lungo termine. Considerando le risorse gestite da questa società è auspicabile pensare che la lettera di Fink possa avere un impatto importante sul comportamento aziendale nei prossimi anni.

1.1 Crescita e proporzione globale delle attività di investimento sostenibile

Negli ultimi anni il mondo finanziario ha subito una vera e propria rivoluzione. Il settore degli investimenti sostenibili, che fino a pochi anni fa rappresentava una nicchia, è oggi invece in forte crescita. Nella sua quinta edizione, la biennale Global Sustainable Investment Review 2020 mappa lo stato degli investimenti sostenibili e responsabili dei principali mercati finanziari a livello

¹ <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/2021-larry-fink-lettera-ceo>

² BlackRock è la più grande società di investimento nel mondo con sede a New York. Gestisce un patrimonio totale di quasi otto mila miliardi dollari.

globale, combinando i dati regionali di Stati Uniti, Canada, Giappone, Australasia³ ed Europa. Ai fini di questo rapporto globale, la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)⁴ utilizza una definizione inclusiva di investimento sostenibile e lo definisce come un approccio di investimento che considera i fattori ambientali, sociali e di governance nella selezione e gestione del portafoglio, pur riconoscendo che ci sono distinzioni e variazioni regionali nel suo significato e uso. All'inizio del 2020, gli investimenti sostenibili globali hanno raggiunto 35,3 trilioni di dollari nei cinque principali mercati coperti da questo rapporto, con un aumento del 15% dal 2018 al 2020 e del 55% negli ultimi quattro anni (2016-2020). Le attività di investimento sostenibile continuano a salire a livello globale, con l'eccezione dell'Europa che sembra indicare un calo; tuttavia, è troppo presto per trarre conclusioni definitive sulle tendenze in quanto il mercato europeo è in costante e rapida transizione. (GSIA, 2021, p.9) Dalla tabella 1.1 si nota che l'aumento maggiore negli ultimi due anni è stato riscontrato in Canada, dove il patrimonio gestito in modo sostenibile è cresciuto di oltre il 48%; seguono gli Stati Uniti e il Giappone con una crescita rispettivamente del 42% e 34% dal 2018 al 2020. In Australasia, le attività sostenibili crescono ad un ritmo più lento con un aumento del 25% dal 2018 al 2020 rispetto al 46% dal 2016 al 2018. L'Europa ha invece riportato un calo del 13% negli ultimi due anni, il quale è in parte dovuto alla rivisitazione delle definizioni degli investimenti sostenibili contenute nella legislazione dell'Unione Europea.

	2014	2016	2018	2020	GROWTH PER PERIOD			COMPOUND ANNUAL GROWTH RATE (CARG) 2014-2020
					GROWTH 2014-2016	GROWTH 2016-2018	GROWTH 2018-2020	
Europe* (EUR)	€9,885	€11,045	€12,306	€10,730	12%	11%	-13%	1%
United States (USD)	\$6,572	\$8,723	\$11,995	\$17,081	33%	38%	42%	17%
Canada (CAD)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	\$3,166	49%	42%	48%	21%
Australasia* (AUD)	\$203	\$707	\$1,033	\$1,295	248%	46%	25%	36%
Japan (JPY)	¥840	¥57,056	¥231,952	¥310,039	6,692%	307%	34%	168%

Tabella 1.1: Crescita delle attività di investimento sostenibile per regione in valuta locale 2014-2020 (i valori delle attività sono espressi in miliardi) | Fonte: GSIA. (2021). Global Sustainable Investment Review 2020, p.10.

Come mostrato nella figura 1.1, la percentuale di investimenti sostenibili rispetto al totale del patrimonio gestito ha continuato a crescere fortemente in Canada, Stati Uniti e Giappone. Al contrario, l'Australasia e l'Europa hanno entrambi riportato una percentuale inferiore di investimenti sostenibili rispetto al totale delle attività gestite per il periodo 2018-2020. Ciò riflette cambiamenti

³ Australasia è un termine usato per indicare una regione dell'Oceania: Australia, Nuova Zelanda e le vicine isole dell'Oceano Pacifico.

⁴ Organizzazione internazionale che mira ad aumentare l'impatto e la visibilità degli investimenti sostenibili su scala mondiale.

significativi nel modo in cui gli investimenti sostenibili sono definiti in queste regioni ed evidenzia un'evoluzione dei mercati degli investimenti sostenibili in entrambe le regioni. In Europa, come precedentemente preannunciato, questo è stato guidato in gran parte da una forte spinta legislativa che ora stabilisce esplicitamente gli standard di sostenibilità per i prodotti finanziari sostenibili. In Australasia, ciò è dovuto ad un cambiamento negli standard di investimento sostenibile. (GSIA, 2021, p.10)

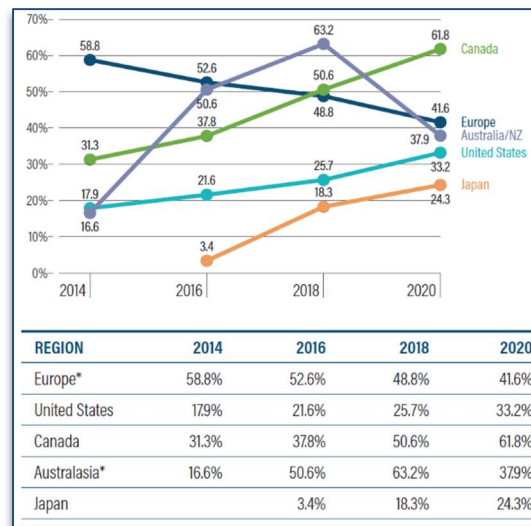


Figura 1.1: Percentuale delle attività di investimento sostenibile rispetto al totale delle attività gestite 2014-2020 | Fonte:GSIA. (2021). Global Sustainable Investment Review 2020, p.10.

Gli investimenti amministrati da gestori professionali sono spesso classificati come *retail* o istituzionali. Gli asset al dettaglio sono investimenti effettuati da privati in fondi gestiti professionalmente tramite banche o piattaforme con livelli di investimento minimi relativamente bassi. Gli asset classificati come istituzionali sono invece gestiti per conto di proprietari di asset istituzionali come fondi pensione, università, fondazioni e assicurazioni attraverso prodotti di investimento con tagli minimi più elevati. Anche se gli investitori istituzionali tendono a dominare il mercato finanziario, l'interesse degli investitori al dettaglio per gli investimenti sostenibili è in costante crescita. La figura 1.2 mostra come il *retail* detenga un quarto del totale degli investimenti sostenibili dal 2018.

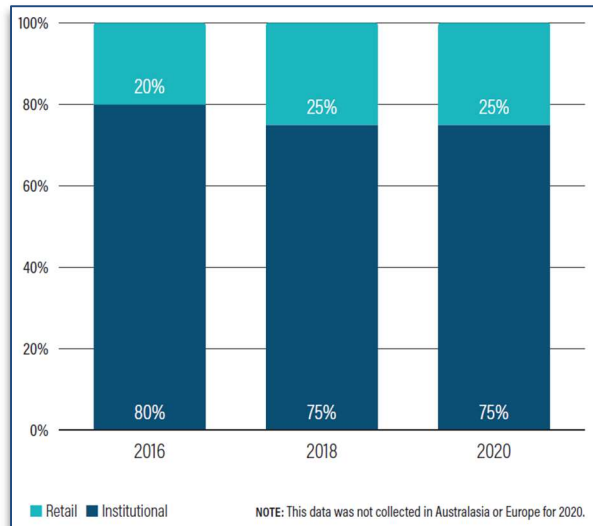


Figura 1.2: Quote globali delle attività di investimento sostenibile istituzionali e al dettaglio 2016-2020 | Fonte: GSIA. (2021).
Global Sustainable Investment Review 2020, p.13.

1.1.1 Strumenti e norme globali

È chiaro che i mercati finanziari devono assumere un ruolo fondamentale, e le autorità pubbliche stanno cercando di mettere in atto quadri regolamentari e fiscali che promuovano la finanza sostenibile. A tale riguardo, l'Accordo di Parigi, Sustainable Development Goals (SDGs), la Task Force on Climate-related Financial Disclosures e la United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) sono quattro esempi di sviluppi globali che hanno avuto un grande impatto sull'industria degli investimenti sostenibili.

L'Accordo di Parigi, firmato alla Conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (COP21), è un trattato internazionale legalmente vincolante sul cambiamento climatico che è entrato in vigore nel 2016. L'obiettivo dell'accordo è di limitare il riscaldamento globale a meno di 2°C, rispetto ai livelli preindustriali ed è stato la forza trainante di molte legislazioni statali per limitare le emissioni di gas serra e fissare obiettivi di emissioni nette zero⁵. (United Nations Climate Change, n.d.) Anche se l'Accordo di Parigi è un accordo basato sullo stato, gli investitori, i proprietari e i gestori di patrimoni stanno cercando sempre più di allineare i loro portafogli all'obiettivo dell'Accordo di Parigi, e di monitorare e limitare le emissioni di gas serra, o sono tenuti a farlo in linea con i cambiamenti nella legislazione statale (GSIA, 2021, p.13). Gli investimenti finanziari privati svolgono un ruolo fondamentale in quanto è necessario mobilitare svariati milioni di dollari per costruire un'economia globale a zero emissioni nette che realizzi gli obiettivi

⁵ <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>

dell'Accordo di Parigi. Gli investitori possono infatti esercitare una notevole influenza sulla riduzione dell'impronta di carbonio delle società a cui prestano denaro o in cui investono.

I *Sustainable Development Goals (SDGs)* sono un insieme di 17 obiettivi fissati a livello globale per raggiungere un futuro più sostenibile entro il 2030 e sono stati adottati da tutti gli Stati membri delle Nazioni Unite nel 2015 (figura 1.3). Agli SDGs dovranno ispirarsi i programmi e le politiche pubbliche di tutti i paesi, a prescindere dal livello di sviluppo. Ci sono un totale di 231 indicatori e 169 obiettivi che riconoscono che porre fine alla povertà deve andare di pari passo con strategie che migliorino la salute e l'istruzione, riducano la disuguaglianza e stimolino la crescita economica il tutto affrontando il cambiamento climatico. Il finanziamento è affrontato nell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile come parte dei mezzi di attuazione di ciascuno degli SDG 1-16 e dell'SDG 17⁶. (United Nations Environment Programme, n.d.)



Figura 1.3: the 17 Sustainable Development Goals (SDGs) | Fonte: United Nations Environment Programme. (n.d.). Sustainable Development Goals.

Agli SDGs dovranno ispirarsi i programmi e le politiche pubbliche di tutti i paesi, a prescindere dal livello di sviluppo e seppure gli SDGs siano un quadro basato sullo stato, anche le imprese e gli investitori sono incoraggiati a adottare questi obiettivi. A questo proposito il Global Compact delle

⁶ <https://www.undp.org/sustainable-development-goals>

Nazioni Unite ha sviluppato una guida che insieme ai *Principles for Responsible Investment (PRI)* aiuta le imprese e gli investitori nell'attuazione degli SDGs. (GSIA, 2021, p.13) I PRI sono stati lanciati dalle Nazioni Unite nel 2006 con l'intento di favorire la diffusione dell'investimento sostenibile e responsabile tra gli investitori istituzionali. L'adesione ai PRI comporta il rispetto e l'applicazione dei seguenti principi (Forum per la Finanza Sostenibile, n.d.)⁷:

1. incorporare parametri ambientali, sociali e di governance (ESG)⁸ nell'analisi finanziaria e nei processi di decisione riguardanti gli investimenti;
2. essere azionisti attivi e incorporare parametri ESG nelle politiche e pratiche di azionariato;
3. esigere la rendicontazione su parametri ESG da parte delle aziende oggetto di investimento;
4. promuovere l'accettazione e implementazione dei Principi nell'industria finanziaria;
5. collaborare per migliorare l'applicazione dei Principi;
6. rendicontare periodicamente sulle attività e progressi compiuti nell'applicazione dei Principi.

La Taskforce on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) è stata istituita dal Financial Stability Board (FSB). Il lancio delle raccomandazioni del TCFD nel 2017 ha influenzato la politica e la regolamentazione a livello globale, e ha cambiato notevolmente le aspettative su investitori, gestori e proprietari di asset. Le raccomandazioni del TCFD sulle informazioni finanziarie relative al clima sono ampiamente adottabili e applicabili alle organizzazioni in tutti i settori e le giurisdizioni. Sono progettate per sollecitare informazioni utili alle decisioni e lungimiranti che possono essere incluse nei documenti finanziari tradizionali. Le raccomandazioni sono strutturate intorno a quattro aree tematiche che rappresentano elementi centrali del modo in cui le organizzazioni operano: governance, strategia, gestione del rischio, metriche e obiettivi. Nel 2021, è stata creata una nuova Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD) per fornire un quadro per le organizzazioni per segnalare e agire sui rischi legati alla natura in evoluzione.⁹ (TCFD, 2021)

United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) è una partnership tra UNEP e il settore finanziario globale per mobilitare i finanziamenti del settore privato per lo sviluppo sostenibile. UNEP FI lavora con più di 400 membri tra banche, assicuratori e investitori e oltre 100

⁷ <https://investiresponsabilmente.it/glossario/pri/>

⁸ Il concetto di ESG verrà approfondito nel prossimo paragrafo.

⁹ <https://www.fsb-tcfd.org/about/>

istituzioni di supporto per aiutare a creare un settore finanziario che abbia un impatto positivo per le persone e il pianeta. Facendo leva sul ruolo dell'ONU, UNEP FI accelera la finanza sostenibile e sostiene i principi del settore finanziario globale per catalizzare l'integrazione della sostenibilità nella pratica del mercato finanziario. Insieme stabiliscono le norme per la finanza sostenibile, fornendo la base per la definizione degli standard e aiutando a garantire che la finanza privata dia il suo contributo al raggiungimento dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile e dell'Accordo di Parigi. UNEP FI sostiene anche la Sustainable Stock Exchanges Initiative (SSEI), lanciata nel 2012 con UNCTAD, UN Global Compact, e il PRI. Oggi questo coinvolge 90 borse che rappresentano quasi tutti i mercati di capitale quotati in borsa. UNEP FI tiene tavole rotonde globali e regionali per riunire i partner e gli altri stakeholder per costruire uno slancio per far progredire le pratiche di mercato della finanza sostenibile e fornire chiari segnali dal settore finanziario ai responsabili politici sull'importanza di integrare le questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) e gli impatti sulla sostenibilità nel processo decisionale finanziario. (UNEP FI, n.d.)

1.2 Social and Responsible Investments (SRI)

“L'Investimento Sostenibile e Responsabile mira a creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso attraverso una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo” (Forum per la Finanza sostenibile¹⁰, n.d.). Secondo questa definizione, l'investimento sostenibile e responsabile si fonda su tre punti-chiave: generare rendimento per l'investitore, orientamento al medio-lungo periodo e integrazione dei criteri ESG nella selezione dei titoli. In generale, gli investitori socialmente responsabili si assicurano di non investire in società che operano in settori che producono ampie esternalità negative¹¹ ma si concentrano sulle aziende che hanno un impatto sociale e ambientale positivo, ovvero realizzare un profitto è fondamentale ma non può prescindere dai propri principi morali. I fondi SRI lavorano per la sostenibilità e l'impatto sociale e, in molti casi, generano rendimenti equivalenti o migliori dei fondi tradizionali, in quanto le aziende più attente a sostenibilità e temi sociali sono in molti casi ben posizionate per approfittare di nuove leggi e nuove regole.

1.2.1 Evoluzione storica

Le prime forme di Investimento Socialmente Responsabile (SRI) risalgono alle comunità religiose dei Quaccheri e dei Metodisti del XVII secolo negli Stati Uniti che adottavano dei criteri per

¹⁰ Il Forum per la Finanza Sostenibile è un'associazione multistakeholder non profit nata nel 2001 che ha come obiettivo la promozione della conoscenza e la pratica dell'investimento sostenibile, in modo da diffondere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei prodotti e nei processi finanziari.

¹¹ Come le aziende che vendono prodotti e servizi potenzialmente dannosi, come alcol, tabacco e gioco d'azzardo.

escludere dai loro affari le attività economiche in contrasto con il proprio credo, come quelle che facevano uso di schiavi o erano destinate alla produzione di tabacco, armi e alcolici¹². I criteri SRI sono rimasti associati alle comunità religiose fino agli anni '60 del secolo scorso quando nacquerò i primi movimenti per i diritti civili, per l'uguaglianza razziale e movimenti contro la guerra. Tra gli anni '60 e '70, infatti, gli studenti che si opponevano alla guerra del Vietnam e al regime dell'Apartheid in Sudafrica riuscirono a convincere le loro università a ritirare i propri fondi investiti nell'industria delle armi e in Sudafrica. Questi eventi contribuirono a rafforzare l'immagine dell'impresa come soggetto corresponsabile dello sviluppo della società e vennero organizzate per la prima volta campagna di attivismo degli azionisti. La prima di queste fu indirizzata a General Motors¹³, dopo la quale venne istituito un comitato di politica pubblica per valutare la performance sociale del gruppo e venne nominato il reverendo Leon Sullivan¹⁴ nel consiglio di amministrazione. Poco dopo, vennero creati i Principi di Sullivan un vero e proprio codice di condotta per le imprese operanti in Sudafrica che ne definivano la governance. Quest'iniziativa segna il passaggio da una struttura che prevedeva l'esclusione di certe attività ad un approccio inclusivo che incoraggiava le società all'adozione di pratiche positive, si può infatti parlarne del primo caso di politica di *engagement*. Negli anni '70 e '80, iniziò a farsi strada un'altra problematica che fino a quel momento era stata ignorata, ossia la questione ambientale: ci si rese conto che le attività dell'uomo avevano un certo impatto sull'ambiente, spesso negativo, e che l'ambiente era qualcosa da proteggere. Acquistano importanza temi quali l'uso responsabile delle risorse, l'inquinamento, la preservazione di flora e fauna, e questo impatta anche sul modo di fare finanza, dando un'altra spinta importante allo sviluppo dello SRI. (Townsend, 2020; Degroof Petercam, n.d.)

L'SRI ha fatto la sua comparsa in Europa solo negli anni '80, e in particolare in Inghilterra, dove nel 1984 nascono i primi grandi fondi di investimento etici per il mercato retail: i Friends Provident Stewardship Trust. In linea con la presa di coscienza generale di problemi ecologici, alla fine del decennio vengono lanciati i primi fondi verdi (Il Merlin Ecology Fund è apparso nel 1988) e si assiste anche al lancio dei primi fondi di solidarietà, o fondi di condivisione, che finanziavano attività con valore aggiunto sociale, ambientale o culturale sia in Europa che in paesi emergenti. Negli anni '90 abbiamo assistito al lancio di nuovi fondi SRI Best-In-Class, ed è stata istituita la prima agenzia di rating ESG europea¹⁵. (Townsend, 2020; Degroof Petercam, n.d.) Nel decennio scorso la crisi geopolitica scaturita dall'11 settembre 2001, unita ad alcuni grandi scandali

¹² Il primo fondo d'investimento 'etico', il "*Pioneer Fund*", fu lanciato negli Stati Uniti nel 1928 dalla Chiesa Evangelica Americana e aveva eliminato "titoli peccaminosi" dal proprio universo d'investimento.

¹³ GM era in quel periodo l'azienda datrice di lavoro più grande che impiegasse persone di colore in Sudafrica.

¹⁴ Primo afroamericano a far parte del direttorio di una multinazionale.

¹⁵ Qualche agenzia di rating ESG esisteva già negli Stati Uniti

industriali e bancari (Parmalat in Italia, Enron e Lehman Brothers negli Stati Uniti) e alla più recente crisi finanziaria dei mutui subprime, provocano la perdita di identità e credibilità del mondo finanziario. Ciò porta nuova linfa agli investimenti socialmente responsabili che ora sono finalmente in grado di porsi come valida alternativa alla finanza tradizionale: nascono e si ingrandiscono sia i prodotti retail che i prodotti istituzionali.

L'SRI riflette dunque un insieme di valori che sono migrati dalla dottrina passando per questioni di giustizia per arrivare al cambiamento climatico e le preoccupazioni sulla governance aziendale. L'impatto responsabile e sostenibile moderno è un fenomeno globale che si erge su tre pilastri: l'investimento socialmente responsabili, i fattori ESG e l'impact investing.

1.2.2 Approcci agli investimenti sostenibili

Gli investimenti SRI possono essere declinati secondo varie strategie, ognuna contraddistinta da specifici obiettivi e metodologia. Le strategie d'investimento sostenibile individuate dalla GSIA sono sette (Forum per la Finanza Sostenibile, n.d.; GSIA, 2021, p.7):

- Integrazione ESG¹⁶: inclusione sistematica ed esplicita da parte degli *investment manager* di fattori ambientali, sociali e di governance nell'analisi finanziaria.
- *Engagement*: dialogo con gli emittenti su questioni di sostenibilità ed esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario. Si tratta di un processo di lungo periodo volto a migliorare i comportamenti dell'impresa e ad aumentare il grado di trasparenza.
- Selezione basata su convenzioni internazionali: selezione degli investimenti basata sul rispetto di norme e standard internazionali. Gli standard più utilizzati sono quelli definiti in sede OCSE, ONU o dalle Agenzie ONU ad esempio, il Global Compact, e le Linee Guida dell'OCSE sulle multinazionali.
- Esclusioni: esclusione da un fondo o da un portafoglio di determinati settori, società, paesi o altri emittenti sulla base di attività considerate non investibili. I criteri di esclusione (basati su norme e valori) possono riferirsi, ad esempio, a categorie di prodotti (ad esempio, armi, tabacco), pratiche aziendali (ad esempio, test sugli animali, violazione dei diritti umani, corruzione) o controversie.

¹⁶ Il Forum per la Finanza Sostenibile, punto di riferimento per tutto il settore della sostenibilità in Italia, non menziona questa strategia tra quelle presenti nel mercato italiano.

- Selezione *best-in-class*: approccio che seleziona o pesa gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, privilegiando gli emittenti migliori all'interno di un universo, una categoria o una classe di attivo.
- Investimenti tematici: investire in temi o attività che contribuiscono specificamente a soluzioni sostenibili ambientali e sociali (per esempio, agricoltura sostenibile, edifici verdi, portafoglio a basse emissioni di carbonio, equità di genere, diversità).
- *Impact investing e community investing*: gli investimenti ad impatto sono quelli in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intenzione di generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile¹⁷, assieme a un ritorno finanziario. Alcuni esempi sono investimenti in microfinanza, social housing, green o social bond. *Community investing* significa fare investimenti il cui capitale è specificamente diretto a persone o comunità tradizionalmente poco servite, così come il finanziamento che è fornito a imprese con un chiaro scopo sociale o ambientale. Alcuni investimenti comunitari sono investimenti a impatto, ma l'investimento comunitario è più ampio e considera altre forme di investimento e attività di prestito mirate.

La più grande strategia d'investimento sostenibile a livello globale è l'integrazione ESG, come mostrato nella Figura 1.4, con un totale di 25,2 trilioni di dollari di patrimonio in gestione. Le successive strategie di investimento sostenibile più comunemente impiegate sono le esclusioni (15,9 trilioni di dollari) seguito dall'*engagement* (10,5 trilioni di dollari). Ciò che è sempre più evidente dai rapporti provenienti da tutte le principali regioni è che molte organizzazioni di investimento stanno utilizzando una combinazione di strategie, piuttosto che affidarsi esclusivamente a una sola. Approfondiamo ora il concetto di ESG essendo questa la strategia SRI più diffusa.

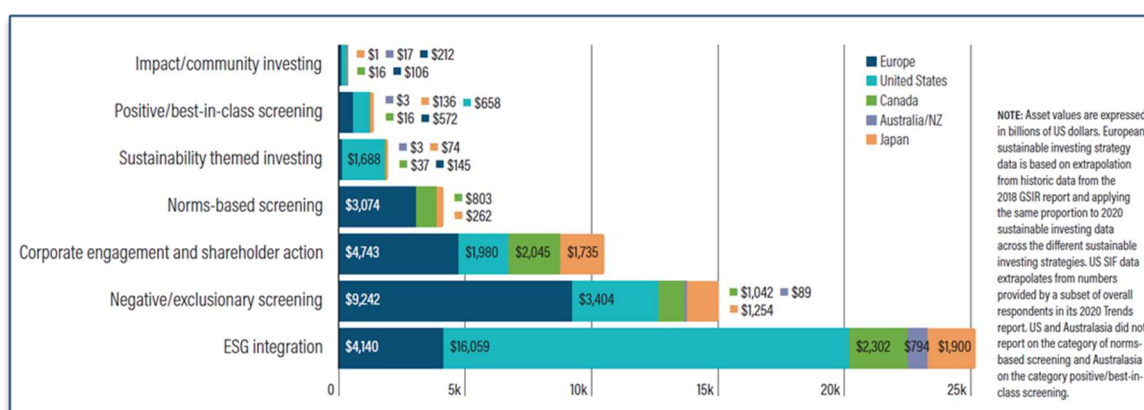


Figura 1.4: Attività di investimento sostenibile per strategia e regione 2020 | Fonte: GSIA. (2021). Global Sustainable Investment Review 2020, p.11.

¹⁷ Misurazione e il reporting rispetto a questi impatti, dimostrando l'intenzionalità dell'investitore e dell'asset/investitore sottostante, e dimostrando il contributo dell'investitore.

1.2.3 Fattori ESG

Il concetto di ESG, ormai affermato nel settore finanziario come base per giudicare la sostenibilità degli investimenti, è stato proposto per la prima volta in un report dei Principi di Investimento Responsabile (PRI) delle Nazioni Unite. L'acronimo ESG sta per *Environmental*, *Social*, *Governance* e rappresenta una serie di criteri volti alla valutazione delle aziende dal punto di vista del rispetto ambientale e del territorio, delle politiche con un impatto sociale e degli aspetti volti alla buona amministrazione dell'impresa stessa. (Bellini, 2021; Fazzi, 2021)

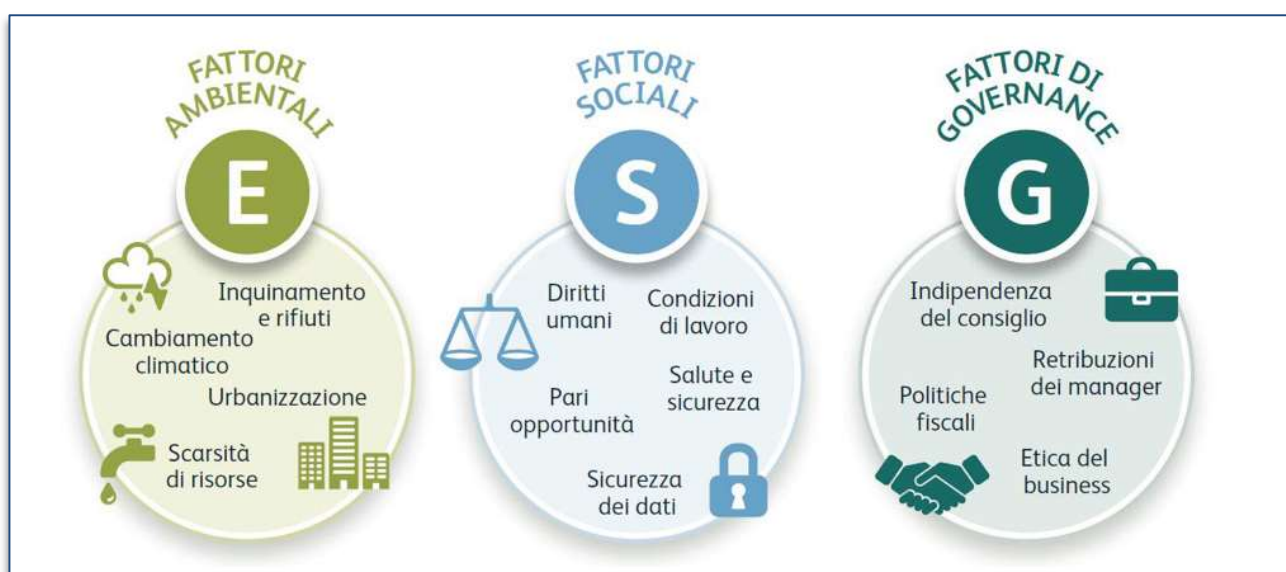


Figura 1.5: Fattori ESG |Fonte: Cabella C., (2020). ESG: investire oggi per aiutare a cambiare il domani.

I fattori evidenziati nella figura 1.5, mostrano come i parametri ESG siano molto eterogenei fra loro, e guardano l'eticità e la sostenibilità di una società a tutto tondo (Fazzi, 2021):

- *Environmental*: il primo criterio fa riferimento a parametri come l'attenzione al cambiamento climatico, alla sicurezza alimentare, all'emissione di CO₂, all'impegno nella riduzione dell'utilizzo di risorse naturali, nonché la propensione all'uso di energie rinnovabili o di materiali riciclati.
- *Social*: il secondo criterio prevede che le aziende abbiano una spiccata attenzione alla salvaguardia dei diritti umani, sensibilità per le politiche di genere, che siano imprese che garantiscono elevati standard lavorativi e che diano un forte impulso alla crescita della comunità civile.
- *Governance*: l'ultimo criterio riguarda le responsabilità amministrative dell'azienda come il rispetto della meritocrazia, le politiche di diversità nella composizione degli organi amministrativi ed esecutivi, l'etica retributiva e le azioni di contrasto alla corruzione.

L'attenzione per questi aspetti è notevolmente aumentata negli ultimi anni e le società che favoriscono azioni a favore dei parametri ESG vengono premiate, sia dai consumatori che dagli investitori. I criteri ESG permettono di misurare in modo preciso e sulla base di parametri standardizzati e condivisi le performance ambientali, sociali e di governance di un'azienda. Talvolta, la scelta di seguire questa tendenza non è puramente etica, ma ha l'obiettivo unico di ottenere un'opinione positiva da parte del pubblico esterno. Gli investimenti ESG, inoltre, possono avere anche un ruolo fondamentale all'interno di un portafoglio per ottimizzare la gestione dei rischi e comprendere meglio le opportunità di investimento. Includendo questi criteri, infatti, si ha una visione più completa dello strumento finanziario e così si prendono decisioni d'investimento a lungo termine più consapevoli. Focalizzare la propria attenzione esclusivamente sui rendimenti finanziari ed i fondamentali di un determinato settore o azienda è ormai un esercizio riduttivo. (Bellini, 2021; Fazzi, 2021)

1.3 *Impact Investing*: quadro generale

L'*impact investing* è una delle politiche di investimento appartenente all'area dello SRI, in particolare in questa categoria rientrano alcuni degli strumenti finanziari che più fortemente possono contribuire alla transizione sostenibile in atto nei mercati. Nonostante le radici del fenomeno siano più antiche, l'idea attuale di *impact investing*, distinta dagli investimenti sostenibili e responsabili, dai PRIs e dalle istituzioni finanziarie di sviluppo, è apparsa negli anni Novanta e si è rafforzata dalla crisi finanziaria del 2007-2009, un contesto in cui il sistema finanziario tradizionale stava vivendo un momento di stagnazione, dando origine anche ad una prima specifica definizione di tale forma di investimento (Bandini, Pallara, 2021).

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

Figura 1.6: Tassonomia degli investimenti |Fonte: Rielaborazione Forum per la Finanza Sostenibile da Eurosif 2012, European SRI Study

La molteplicità di forme di investimento, aree di impatto, strumenti finanziari e tipologie di attori di mercato che rientrano nell'ampia definizione di impact investing oltre alla confusa segmentazione di questo mercato costituiscono, una delle maggiori sfide alla crescita di questo mercato. Dal punto di vista teorico, è possibile identificare due differenti definizioni di questo fenomeno: la teoria predominante intenzionalista, proposta dal Global Impact Investing Network (GIIN)¹⁸ e la teoria degli addizionalisti, condivisa dai membri dell'European Venture Philanthropy Association (EVPA)¹⁹. (Bandini et al, 2021) In questo contesto utilizzeremo come riferimento la definizione del GIIN, ovvero quello più largamente diffusa e spesso citata da gran parte degli attori di mercato e accademici.

L'organizzazione di riferimento a livello internazionale definisce *l'impact investing* come «investimenti fatti con l'intenzione di generare un impatto sociale e ambientale positivo e misurabile insieme a un ritorno finanziario. Gli investimenti d'impatto possono essere fatti sia nei mercati emergenti che in quelli sviluppati, e mirano a una gamma di rendimenti che vanno dal tasso inferiore a quello di mercato, a seconda degli obiettivi strategici degli investitori».²⁰ *L'impact investing* ha una natura di lungo termine e si concentra sullo sviluppo di nuove competenze che rispondano alle esigenze della società in modo finalizzato. Questa strategia offre quindi soluzioni finanziarie (con rendimenti in linea oppure inferiori a quelli di mercato) a bisogni sociali e ambientali. Un investimento ad impatto per essere definito tale deve possedere le seguenti caratteristiche (GIIN, n.d.):

- Intenzionalità: l'investimento a impatto è caratterizzato dal desiderio intenzionale di contribuire a un beneficio sociale o ambientale misurabile. Gli investitori d'impatto mirano a risolvere i problemi e ad affrontare le opportunità. Questo è il fulcro di ciò che differenzia *l'impact investing* da altri approcci di investimento che possono incorporare considerazioni sull'impatto.
- Utilizzo di prove e dati sull'impatto nella progettazione degli investimenti: gli investimenti non possono essere progettati sulla base di intuizioni, e *l'impact investing* ha bisogno di usare prove e dati, laddove disponibili, per guidare la progettazione di investimenti intelligenti che saranno utili per contribuire ai benefici sociali e ambientali.
- Gestione delle performance di impatto: l'investimento a impatto ha un obiettivo specifico e richiede che gli investimenti siano gestiti in funzione di tale obiettivo. Questo include

¹⁸ Il Global Impact Investing Network (GIIN) è una rete internazionale di investitori e practitioners nata nel 2009 con l'obiettivo di diffondere e migliorare la diffusione della finanza ad impatto nel mondo.

¹⁹ L'European Venture Philanthropy Association (EVPA) è un'associazione non profit europea nata nel 2004 per dar vita ad una comunità di attori di mercato interessati alla pratica del venture philanthropy e dei social investment.

²⁰ Global Impact Investing Network. (n.d.). *What you need to know about impact investing*. <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

l'avere cicli di feedback in atto e la comunicazione di informazioni sulla performance per supportare gli altri nella catena di investimento.

- Dare un contributo alla crescita del settore: gli investitori con pratiche di *impact investing* usano termini, convenzioni e indicatori condivisi nel settore per descrivere le loro strategie, obiettivi e performance di impatto. Condividono anche gli insegnamenti, ove possibile, per permettere agli altri di imparare dalla loro esperienza su ciò che effettivamente contribuisce al beneficio sociale e ambientale.

In molti contesti, quando si utilizza il termine “*impact investing*” si fa riferimento esclusivamente all’impatto sociale e non a quello ambientale ma, come è possibile cogliere anche dall’impostazione adottata nella produzione scientifica promossa dal GIIN, non è possibile porre in alternativa la dimensione sociale e quella ambientale, in quanto si tratta di ambiti strettamente interconnessi. Basti pensare ai cosiddetti “migranti ambientali”, ovvero persone costrette ad emigrare dalle loro comunità di origine per il deterioramento delle condizioni di vita a causa di problemi ambientali come, ad esempio, il cambiamento climatico. Questa migrazione ambientale ha ovviamente anche ripercussioni sulla componente sociale. Viceversa, investimenti in aree a vocazione ambientale (energie rinnovabili, settore forestale, ecc.) che non tengano conto degli aspetti sociali (per esempio, le condizioni di lavoro) non potrebbero essere considerati complessivamente a impatto positivo. (Bandini et al, 2021; Forum per la Finanza Sostenibile, 2017)

Delineati i suoi tratti caratteristici, si intuisce come l’*impact investing* rientri a pieno titolo nella finanza sostenibile ma in maniera del tutto diversa. La sua strategia di investimento, infatti, non segue soltanto criteri di selezione socialmente responsabili con l’intento di ridurre gli effetti negativi sulla collettività, ma si prefigge di creare nuovi impatti positivi e quindi generare un cambiamento diretto e concreto sulla società e l’ambiente. (CNP Partners, 2019) Mentre l’investimento ESG analizza i fattori di sostenibilità al fine di comprendere i loro effetti sui ritorni degli investimenti, le strategie *impact investing* danno priorità all’impatto sociale e ambientale quale specifico obiettivo dell’investimento, insieme ai ritorni. L’*impact investing* ha un approccio di lungo periodo. Mira infatti a individuare aziende e organizzazioni che perseguano attività finalizzate a fornire prodotti e servizi che affrontino le esigenze non soddisfatte dell’economia globale. (Forum per la finanza sostenibile, 2017) Insomma, l’investimento a impatto potrebbe essere collocato a metà strada tra la ricerca esclusiva di rendimento e la filantropia (figura 1.6). Tant’è vero che i Sustainable Development Goals, gli obiettivi fissati dalle Organizzazioni delle Nazioni Unite per il futuro dello sviluppo internazionale, sono spesso utilizzati come riferimento nel formulare la strategia di investimento. (CNP Partners, 2019)

1.3.1 Dimensioni e caratteristiche del mercato

La dimensione del mercato internazionale dell'*impact investing*, non avendo una definizione univoca e universalmente riconosciuta e acquisendo connotazioni molto diverse in termini sia di strumenti finanziari che di attori di mercato nei differenti Paesi, non è facilmente stimabile; infatti, i network specifici di questo settore presentano stime anche molto diverse tra loro. Il GIIN, nell'*Annual Impact Investor Survey 2020*²¹, afferma che i soggetti che rispondono alla loro intervista (294 in tutto il mondo) gestiscono complessivamente 404 miliardi di dollari americani (USD) nel mercato della finanza a impatto, che amministrano con variegata *asset allocation* in diversi settori e regioni del mondo e mediante strumenti finanziari diversi. La metà degli investimenti è indirizzata ai mercati emergenti e si tratta di organizzazioni differenti (gestori di fondi, banche, fondazioni, famiglie, fondi pensione) con provenienze variegata, anche se, principalmente concentrati in Canada e negli USA (Figura 1.7).

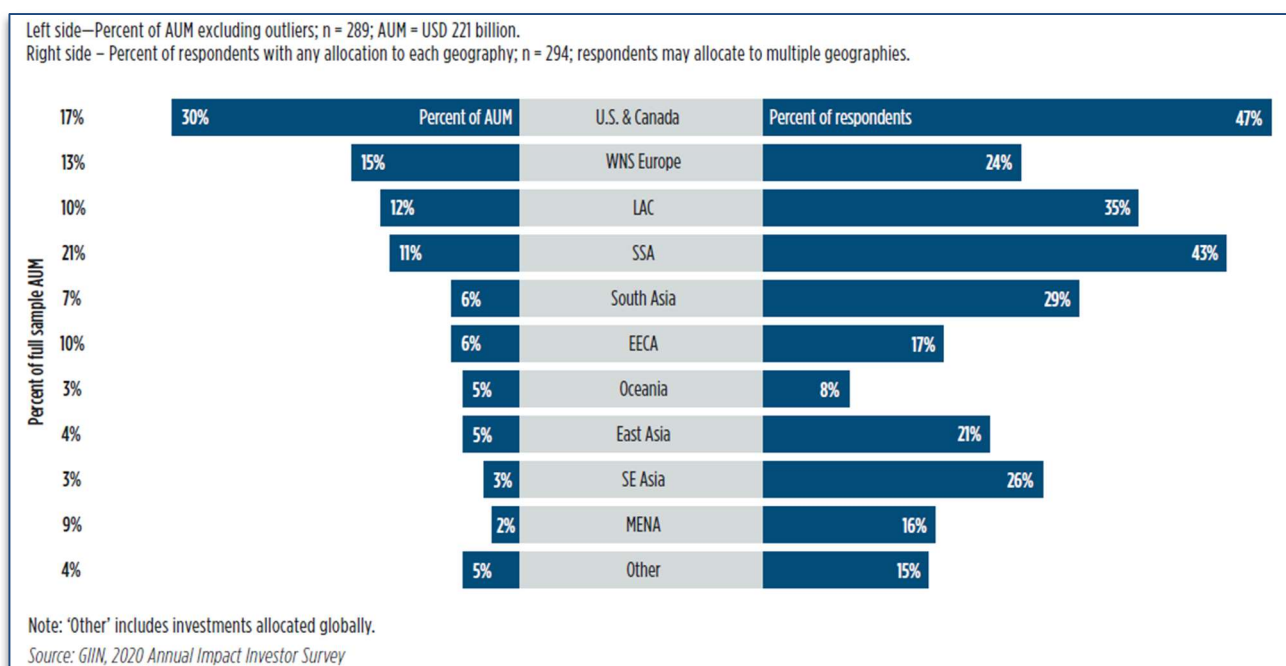


Figura 1.7: Asset Under Management sull' *impact investing*. | Fonte: Dithrich et al, (2020), *The annual investor survey*, GIIN, p. 30

Gli investitori che hanno partecipato a tutte le indagini proposte dal GIIN hanno registrato complessivamente un tasso di crescita nell'ammontare di capitale investito nel mercato dell'*impact investing* di circa il 17% annuo dal 2015 al 2019 (tabella 1.2). Questa crescita non è avvenuta in maniera uniforme: i Paesi che investono maggiormente in questa strategia di investimento sono

²¹ Dithrich, H., Hand, D., Sunderji, S., Nova, N. (2020). *Annual Impact Investor Survey 2020*. Global Impact Investing Network, 10.

quelli dell'Asia centrale e meridionale e dell'Africa settentrionale. Nei report GIIN, i dati sull'Europa sono suddivisi considerando insieme i Paesi dell'Europa centrale, meridionale e settentrionale mentre i Paesi dell'Europa orientale sono uniti con parte dell'Asia.

Gli intervistati allocano il capitale dell'*impact investing* in una serie di settori, riflettendo la diversità generale del mercato e un impegno a fornire servizi di base attraverso investimenti a impatto. I settori in cui vengono collocate la maggior parte delle risorse finanziarie sono le energie rinnovabili, la microfinanza e gli altri servizi finanziari (ad esclusione della microfinanza). La maggior parte degli investitori (51%) sono gestori di fondi for profit.

n = 79; figures in USD millions.

Region	2015	2019	CAGR
WNS Europe	6,365	15,318	25%
East and SE Asia	4,080	9,385	23%
LAC	6,216	13,167	21%
U.S. & Canada	10,036	20,625	20%
MENA	1,447	2,881	19%
Oceania	1,915	3,419	16%
South Asia	4,535	7,822	15%
EECA	5,997	9,264	11%
SSA	9,602	12,808	7%
Other	1,625	2,793	15%
Total	51,817	97,483	17%

Note: East and SE Asia were combined in the 2016 Survey but disaggregated in the 2020 survey, so have been combined for this analysis.
Source: GIIN, 2020 Annual Impact Investor Survey

Tabella 1.2: Cambiamenti nelle assegnazioni geografiche tra gli intervistati ripetitivi (2015 - 2019) |Fonte: Dithrich et al (2020), *The annual investor survey*, p.32

A questo panorama si aggiunga il fatto che non esiste un quadro normativo di riferimento che definisca puntualmente queste forme di investimento e che ponga degli obblighi ai finanziatori che si considerano *impact investor*, per cui tutte le stime prodotte attualmente si basano su autodichiarazioni degli investitori stessi e sulla definizione del fenomeno adottata dal soggetto specifico che effettua la raccolta dati. Inoltre, il fenomeno dell'*impact investing* comprende forme di impresa, di strumenti finanziari e di aree di impatto molto variegata e che cambiano in ogni Paese; quindi, anche le metodologie di rilevazione dell'ampiezza del mercato devono considerare il contesto specifico. Infatti, nei mercati finanziari la rilevanza delle banche o degli altri intermediari finanziari varia nelle diverse giurisdizioni e dipende dal grado di sviluppo del sistema finanziario. L'unico elemento su cui concordano tutte le organizzazioni internazionali è il fatto che *l'impact investing* è un fenomeno in enorme crescita ed espansione che sta suscitando interesse anche in tutti

gli intermediari finanziari tradizionali, che cominciano ad essere obbligati a confrontarsi con queste tematiche per rispondere alle nuove sfide del futuro e alle richieste dei loro clienti. (Bandini et al, 2021)

1.3.2 Performance finanziaria e socio-ambientale

Come già evidenziato, elementi essenziali nella definizione di *impact investing* sono l'intenzionalità dell'impatto socio-ambientale positivo e l'attesa di un rendimento finanziario (seppure non sempre in linea con quelli di mercato) o almeno del rientro del capitale investito. Utilizzando l'intenzionalità come criterio definitivo degli investitori, è possibile considerare le seguenti categorie di finanziatori (Bandini et al, 2021):

- *finance-only*: investitori che hanno come unico obiettivo l'ottimizzazione del rendimento finanziario, si tratta di capitale puramente commerciale.
- *finance-first*: investitori che hanno come obiettivo l'ottimizzazione dei rendimenti finanziari ma sono interessati anche a generare un impatto sociale e/o ambientale positivo.
- *impact-first*: investitori che hanno come obiettivo l'ottimizzazione dell'impatto sociale e/o ambientale positivo ma sono anche interessati al rendimento finanziario.
- *impact-only*: investitori che hanno come unico obiettivo l'ottimizzazione dell'impatto sociale e/o ambientale, si tratta di capitale puramente filantropico.

È necessario includere tra gli investitori ad impatto sia gli *impact-first*, i quali hanno come obiettivo la generazione di un rendimento “misto”, finanziario e sociale, e sono disposti a rinunciare a parte dei rendimenti o a sopportare rischi più elevati per averlo, investendo sia capitale commerciale che capitale paziente²²; sia i *finance-first* che seppure abbiano un obiettivo primario puramente commerciale, inseriscono valori sociali e/o ambientali come driver del loro processo di investimento.

Gli investitori d'impatto hanno quindi diverse aspettative di rendimento finanziario. Alcuni investono intenzionalmente per rendimenti inferiori al mercato, in linea con i loro obiettivi strategici. Altri perseguono rendimenti competitivi e che battono il mercato, a volte richiesti dalla responsabilità fiduciaria. Nell' *Annual Investor Survey 2020*, condotto al GIIN, poco più di due terzi

²² Per “capitale paziente” si intende un investimento che viene impegnato in progetti ad alto impatto sociale, presenta un orizzonte temporale di medio-lungo termine, un alto livello di tolleranza al rischio e la disponibilità ad ottenere rendimenti inferiori rispetto agli investimenti tradizionali in cambio della generazione di un impatto misurabile e durevole.

degli intervistati dichiarano di mirare principalmente a rendimenti di mercato corretti per il rischio, mentre il restante terzo si divide tra chi mira ad un tasso inferiore al mercato: il 18% ad un tasso più vicino a quello di mercato, e il 15% ad un tasso più vicino alla conservazione del capitale. Gli intervistati riferiscono anche che la performance del portafoglio soddisfa o supera le aspettative degli investitori sia per l'impatto sociale e ambientale (99%) che per il rendimento finanziario (88%), in investimenti che coprono i mercati emergenti, i mercati sviluppati e il mercato nel suo complesso. (Dithrich et al, 2020, p.60-61)

È stato chiesto agli intervistati di valutare sia i rischi finanziari che di impatto sui loro portafogli (figura 1.8). In termini di rischio finanziario la maggior parte degli investitori (77%) ha dichiarato che il modello di business e il rischio di esecuzione sono almeno un rischio moderato per i loro portafogli, mentre una quota minore (68%) ha identificato il rischio di liquidità e di uscita allo stesso livello di rischio. Oltre un terzo degli investitori ha identificato come gravi, rischi quali il rischio paese e di valuta e il rischio macroeconomico; naturalmente, le percezioni variano ampiamente a seconda dell'area geografica. Il rischio viene percepito diversamente anche in base ai diversi segmenti di investimento.

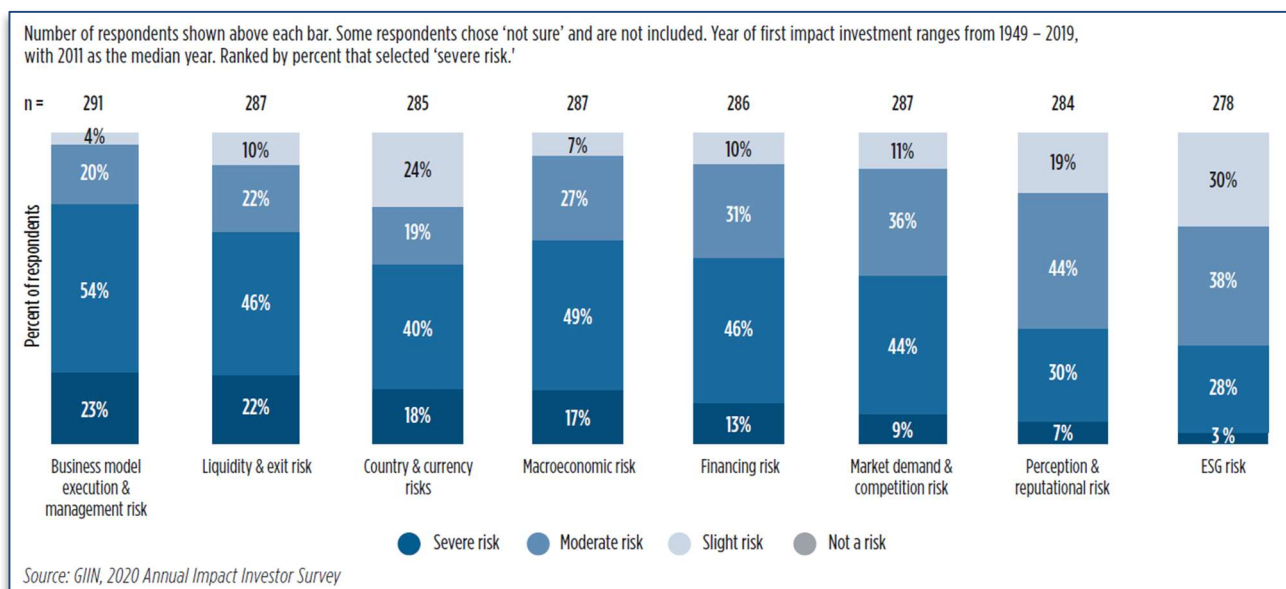


Figura 1.8: Elementi che contribuiscono ai rischi finanziari dei portafogli d'investimento d'impatto | Fonte: Dithrich et al (2020), The annual investor survey, p. 61

In termini di rischi di impatto, una piccola percentuale di investitori percepisce un rischio alto riguardo alla possibilità che l'impatto sia diverso da quello previsto e che la differenza sia rilevante dal punto di vista delle persone o del pianeta che sperimentano l'impatto. Quasi due terzi hanno citato un rischio di esecuzione almeno moderato (la probabilità che le attività non vengano svolte come previsto e non producano i risultati previsti), mentre il 61% degli investitori percepisce livelli

almeno moderati di rischio esterno. Il 40% ha riferito di non vedere alcun rischio di contributo, cioè il rischio che il contributo di un investitore porti a un effetto peggiore o uguale rispetto a quello che si sarebbe altrimenti verificato, e solo il 2% percepisce questo rischio come alto. (Dithrich et al, 2020, p.61)

1.4 Principali barriere allo sviluppo

L' Impact Investor Survey 2020 pubblicato dal GIIN, stima la dimensione globale della finanza ad impatto attorno ai 715 miliardi di dollari. Il mercato dell'*impact investing*, nella sua accezione più ampia, cresce a ritmi elevati negli ultimi anni; tuttavia, per gli investitori permangono delle sfide. Nel 2009 il Monitor Institute identificava due tipologie di rischi per lo sviluppo del mercato dell'*impact investing*: il rischio che fare investimenti ad impatto diventi troppo difficile e il rischio che fare investimenti ad impatto diventi troppo semplice. Le sfide attuali potrebbero diventare ostacoli persistenti e una compensazione insufficiente per il rischio potrebbe provocare una mancanza di interesse nell'investimento a impatto. Dall' altro lato, la definizione di impatto sociale e ambientale risulterebbe così libera da essere quasi priva di significato e investire ad impatto potrebbe trasformarsi in un modo per assecondare una moda, o per raggiungere il mercato *mainstream*, per cui ogni investitore, per rispondere alle esigenze dei clienti e a una generale tendenza del mercato, potrebbe iniziare ad investire ad impatto. (Monitor Institute, 2009) Anche se questo potrebbe sembrare positivo, se vengono a mancare le caratteristiche fondamentali di questo mercato quali l'intenzionalità e lo sforzo nella misurazione dell'impatto, si crea una forte spinta verso il "*greenwashing*". Nonostante siano trascorsi più di dieci anni, questi rischi sono considerati ancora attuali e consentono di definire alcune delle principali barriere di questo settore:

- a. La mancanza di metriche standardizzate per misurare l'impatto sociale e ambientale. L'identificazione di appropriate metriche di misurazione dell'impatto che rendano comparabili i risultati raggiunti da investitori differenti è resa molto complessa dalla difficoltà di comparabilità di risultati che sono stati ottenuti in circostanze diverse e dalla varietà degli usi che viene fatta di questi indicatori da parte dei diversi *stakeholder* che quindi hanno requisiti ed esigenze informative diverse. La mancanza di pratiche standardizzate di mercato, sia nella misurazione della generazione di impatto, sia nel calcolo del valore aggiunto generato dall'impiego dei capitali investiti per aumentare questo impatto, rende fondamentale la tematica della misurazione. (Balbo, Brusoni, Caselli, Vecchi, 2016) L'identificazione di appropriate metriche di misurazione dell'impatto è un processo complesso per le società e gli investitori in quanto la presenza di una moltitudine di

metodologie differente rende quasi impossibile la comparabilità dei risultati raggiunti. Gli indicatori hanno requisiti disparati e rispondono ad esigenze informative diverse dando luogo ad *outcome* difficilmente confrontabili. Ne risulta che gli investitori e le imprese tendono ad adottare due approcci nella misurazione: alcuni prendono in considerazione indici e indicatori standardizzati che vari istituti di ricerca, organi internazionali o reti creano e li adattano al loro contesto specifico cercando di favorirne la comparabilità; viceversa, chi conosce bene il contesto in cui l'investimento è avvenuto, sviluppa indicatori *ad hoc* per la specifica situazione e poi cerca di renderli comparabili (Bandini et al, 2021). La mancanza di metriche di misurazione standardizzate porta ad una ulteriore barriera tra investitore e impresa, ovvero un'ampia asimmetria informativa in merito all'impatto effettivamente generato.

- b. La seconda categoria deriva dal fatto che questo mercato è ancora al primo stadio di sviluppo. Nonostante si tratti di un fenomeno in espansione, il mercato dell'*impact investing* è ancora una nicchia e di conseguenza si registra una scarsità di opportunità di investimento. La mancanza di prodotti standardizzati e di *track record* consolidati implica un livello insufficiente di specializzazione che non favorisce l'integrazione di nuove strategie nelle strutture tradizionali di *asset allocation*. Per rientrare all'interno della convenzionale strategia di investimento, è necessario avere appropriate metriche comuni al mercato tradizionale ovvero misure chiare di rendimento finanziario, rischio finanziario, volatilità, liquidità. Per tale ragione, non è facile favorire l'integrazione di queste scelte in tutto il processo di investimento. (Bandini et al, 2021) Per l'*impact investing* sono rilevanti anche altre due metriche, ovvero il rendimento sociale e il rischio sociale. Per tale ragione, non è sempre facile inserire questi elementi e queste metriche all'interno dei portafogli già costituiti degli investitori. Non è facile favorire l'integrazione di queste scelte in tutto il processo di investimento anche a causa delle problematiche di misurazione dell'impatto. (Bandini et al, 2021) Inoltre, l'attuale mancanza di formazione e di competenze specifiche non rende chiara la comunicazione al cliente *retail* riguardo l'offerta finanziaria (Balbo et al, 2016). L'assenza di *database* condivisi su tutti gli investimenti ad impatto e la generale mancanza di informazioni su questo settore non agevola gli esperti nella conoscenza di tutti i prodotti disponibili di questo nuovo mercato. In aggiunta, tendenzialmente la clientela *retail* entra in un mercato solo quando è a uno stadio di sviluppo maturo, quindi questo settore presenta ancora una grande esigenza di capitali, soprattutto istituzionali, che ne favoriscano un rapido potenziamento. (Bandini et al, 2021; Martin, 2013)

- c. I rendimenti finanziari degli investimenti ad impatto sono percepiti come meno attrattivi e i rischi finanziari come più elevati. La complessità definitoria del fenomeno dell'*impact investing* e le sue variegate forme, generano spesso confusione riguardo alla performance finanziaria. In alcuni casi, viene percepito come una semplice forma di filantropia ossia come un'iniezione di capitale senza alcun rendimento finanziario oppure con tassi inferiori a quelli di mercato e, quindi, non viene considerata come una possibile forma di investimento del risparmio. (Balbo et al, 2016) Oltre a quanto già detto, gli investimenti ad impatto sono percepiti come più rischiosi sia dal punto di vista finanziario che reputazionale, operativo e manageriale. Di conseguenza, l'idea che gli investitori ne ricavano è che questi rischi aggiuntivi non sono compensati dai rendimenti e che, a parità di rischio, gli investimenti ad impatto nel breve termine abbiano un rendimento inferiore a quello di mercato. Il rischio reputazionale degli investimenti ad impatto ha la peculiarità di essere settoriale, per cui il comportamento inadeguato di una singola impresa può ripercuotersi sull'intero settore di mercato. (Bandini et al, 2021)

Il mercato poco maturo e la confusione metodologica e terminologica caratteristica di questo settore determinano una difficoltà nel fornire un'adeguata comunicazione riguardo all'offerta disponibile e un problema di standardizzazione dei prodotti finanziari e degli indicatori di misurazione di impatto. Analizziamo quindi nel prossimo capitolo le metriche di misurazione più largamente utilizzate e l'offerta di strumenti finanziari.

2 Misurazione dell'impatto e tipologie di *impact investments*

L'*impact investing* è un approccio di investimento, un mercato che include un'ampia gamma di strumenti finanziari differenti che spaziano da quelli tradizionali a strutture complesse con un certo livello di innovazione. Tuttavia, senza la possibilità di quantificare l'impatto, gli *impact investments* perderebbero di credibilità e si qualificerebbe come strumenti della finanza tradizionale. Ne deriva, quindi, che il segno distintivo degli investimenti ad impatto è l'impegno degli investitori a misurare e comprendere l'impatto positivo che generano per la comunità e l'ambiente. Tuttavia, il processo, il cui elemento chiave è la disponibilità di dati, è complesso e non sempre è possibile avviare un confronto con i risultati attesi dagli SDGs o con gli altri investitori. Esaminiamo quindi prima le metriche più diffuse e poi le opportunità di investimento.

2.1 Metodologie di misurazione dell'impatto

Di recente il gruppo di ricerca del GIIN, nella seconda edizione di *The State of Impact Measurement and Management Practice (2020)*²³, ha approfondito le motivazioni specifiche di un campione di intervistati per misurare e gestire l'impatto positivo. La maggioranza degli intervistati, come si evince dalla figura 2.1, ha indicato che misurare e gestire l'impatto è fondamentale per promuovere i propri obiettivi di impatto: l'86% degli intervistati concorda sul fatto che la misurazione e la gestione dell'impatto (IMM) sia molto importante capire se stanno facendo progressi verso i loro obiettivi d'impatto e per una migliore comprensione degli stessi; il 77% degli intervistati ritiene che l'IMM sia molto importante per segnalare in modo proattivo l'impatto ai principali stakeholder e il 72 % per migliorare la performance di impatto. Una quota minore degli intervistati riferisce la necessità di IMM dovuta a richieste dei clienti (43%) o per aderire a regolamentazioni governative (32%).

Nel complesso i risultati suggeriscono che le motivazioni interne per misurare e gestire l'impatto sono più forti di quelle esterne, e che l'IMM serve a promuovere sia l'impatto che gli obiettivi finanziari. Infatti, le organizzazioni impegnate nel processo di misurazione dell'impatto non solo sono in grado di favorire ulteriori finanziamenti, ma sono anche in grado di allocare strategicamente ed efficacemente le risorse.

²³ Bass, R., Dithrich, H., Sunderji, S., Nova, N. (2020). *The state of impact measurement and management practice*. Global Impact Investing Network. Second Edition.

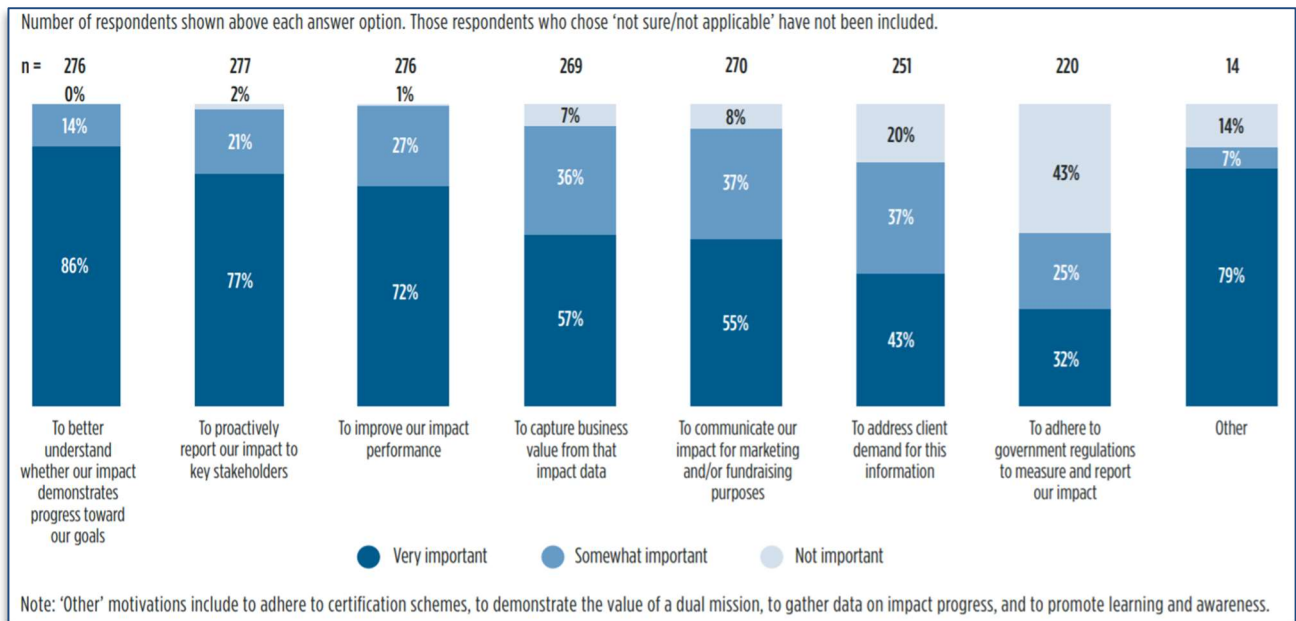


Figura 2.1: Motivazioni per la misurazione e la gestione dell'impatto. | Fonte: Bass et al, (2020) *The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition*, p.13.

L'assenza di una definizione comune di impatto sociale e ambientale ha impedito l'adozione di un unico sistema di misurazione condiviso, portando invece all'elaborazione di una moltitudine di strumenti. Una panoramica delle metodologie esistenti viene fornita da Clark et al (2004) che, categorizza i metodi in base alla funzione:

- a. Metodi di processo: sono strumenti usati per tracciare e monitorare l'efficienza e l'efficacia di *output*, variabili o indicatori che il management usa per tracciare i processi operativi. Dagli *output* è possibile tracciare una stima degli *outcome*, calcolando in che misura i primi sono correlati ai secondi. Alcuni metodi di processo sono: Global Reporting Initiative (GRI), Impact Reporting and Investment Standards (IRIS), e Il Global Impact Investing Rating System (GIIRS).
- b. Metodi d'impatto: identificano e misurano sia i risultati operativi (*output*) di un intervento sia il beneficio sociale che ne deriva (*outcome*). Tali strumenti colgono quindi gli impatti sociali o ambientali di un progetto o di un investimento, difficilmente descrivibili negli indicatori economici. La teoria del cambiamento (Theory of change), è lo strumento più riconosciuto in quest'ambito.
- c. Metodi di monetizzazione: prevedono una fase finale di monetizzazione degli impatti generati, assegnando un valore monetario ai benefici generati. I benefici vengono quantificati e rapportati a misure economiche quali i costi operativi e gli investimenti

sostenuti. Questo processo dà la possibilità di confrontare i risultati dell'analisi con gli altri indicatori aziendali e finanziari tradizionali, di contro l'operazione di selezione delle proxy finanziarie, che serve per approssimare il valore finanziario di un bene o servizio privo di valore monetario è un'operazione molto complessa. Il metodo più utilizzato in questo caso è il Social Return on Investment (SROI).

La Global Reporting Initiative (GRI) è un'organizzazione senza scopo di lucro, fondata a Boston nel 1997, che lavora per un'economia globale sostenibile fornendo una guida al reporting di sostenibilità. La rete globale multi-stakeholder di GRI include esperti che partecipano ai gruppi di lavoro e agli organi di governance, infatti, le linee guida GRI sono spesso utilizzate insieme ad altre iniziative internazionali, quadri e linee guida rilevanti. Il GRI ha, inoltre, stretto partnership globali come con l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), il programma ambientale delle Nazioni Unite e il Global Compact delle Nazioni Unite. (Etica Funds, 2011) La redazione di un report in conformità ai GRI Standards fornisce un quadro inclusivo dei temi materiali di un'azienda, il loro impatto correlato e il modo in cui sono gestiti. Il punto di partenza per la redazione di un *report* GRI è il 101 GRI Foundation. Questo documento, disponibile online²⁴, illustra il processo di redazione di un report e i principi che lo determinano, tra cui inclusione, engagement degli stakeholder, contesto della sostenibilità, rilevanza e completezza, comparabilità, affidabilità e tempestività. Parallelamente, bisogna applicare anche gli altri due standard universali: GRI 102 General Disclosures, che serve a riportare informazioni relative all'organizzazione e alle sue pratiche di rendicontazione, e GRI 103 Management Approach, che è utile per illustrare la gestione degli aspetti che hanno un impatto sugli stakeholder. Esistono tre serie di standard tematici che coprono rispettivamente: Economia (GRI 200), Ambiente (GRI 300), Sociale (GRI 400). L'obiettivo del GRI è quello di avere un impatto concreto sul benessere sociale delle aziende, mantenendo elevata l'attenzione sulle opportunità per un lavoro migliore per i dipendenti, più sostenibile per il pianeta e l'abolizione di ogni forma di sfruttamento. (GRI, n.d.)

Global Impact Investing Rating System (GIIRS) è uno strumento di rating che opera valutazioni rigorose, complete e comparabili dell'impatto sociale e ambientale di un'azienda o di un fondo. Il GIIRS è stato sviluppato da B-Lab, un'organizzazione senza scopo di lucro attiva nel mercato dell'*impact investing*, con la partecipazione del GIIN. B-Lab ha sviluppato una piattaforma per la misurazione, la costruzione di benchmark e il reporting degli impatti, inoltre tutte le organizzazioni e i fondi che si avvalgono di tale piattaforma possono scegliere di avvalersi della certificazione di B

²⁴ <https://www.globalreporting.org/>

Corporation oppure essere valutate sulla base del GIIRS. (B-Lab, n.d.)²⁵ Il sistema di valutazione delle aziende impegnate in attività ad impatto si basa su due valutazioni di rating: Overall Impact Business Model Rating con cui si valuta il modello specifico sviluppato per generare impatto sociale o ambientale relativamente a prodotti e beneficiari, e Overall Impact Operation Rating con cui si valutano le pratiche, le politiche e le realizzazioni di impatto relative alla società in termini di governance, condizioni di vita dei dipendenti, comunità e impatto ambientale. Per quanto riguarda i fondi di investimento, oltre ai sopra citati sistemi di rating si aggiunge il Fund Manager Assessment, ovvero la valutazione degli *impact targets*, di come vengono integrati nel processo di due diligence, e la gestione del portafoglio.

Sviluppato a partire dal 2008 dal GIIN, l'*Impact Reporting and Investment Standard* (IRIS) è un catalogo gratuito di metriche riconosciute e utilizzate dalle imprese leader nell'*impact investing* che misurano il successo sociale, ambientale e finanziario di un investimento. IRIS cerca di fornire un framework di reporting che informi gli investitori sugli impatti sociali e ambientali delle aziende in cui investono. Piuttosto che un nuovo insieme di metriche, IRIS può essere visto come un catalogo o una tassonomia di misure di impatto. (Bhatt, Hebb, 2014, p.5) L'uso dei dati IRIS nei processi di gestione degli investimenti permette agli investitori di minimizzare gli effetti negativi e ottimizzare quelli positivi in qualsiasi fase di processo, dallo screening delle operazioni, alla sottoscrizione, alla conduzione della due diligence e alla valutazione della performance. I dati di IRIS possono anche essere utilizzati per confrontare la performance tra strategie di investimento simili, all'interno di categorie e temi di impatto simili o obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs). L'uso corretto del sistema IRIS assicura un livello minimo di coerenza nelle dichiarazioni di impatto e nelle performance degli utenti, il che rende più facile per gli investitori analizzare ed estrarre informazioni utili per il processo decisionale. (GIIN, n.d.)²⁶ Nel catalogo IRIS ci sono metriche per: performance finanziaria, performance operative, performance del prodotto, performance del settore, comprese metriche che descrivono e quantificano i progressi verso obiettivi di impatto specifici come la creazione di posti di lavoro o l'uso sostenibile del territorio (Bhatt, Hebb, 2014, p.4). Il sistema IRIS include sia elementi quantitativi che specifiche caratteristiche qualitative affinché sia più semplice inquadrare la performance di una determinata metrica nel giusto contesto. Il catalogo non è uno strumento di valutazione in sé ma può essere utilizzato con un motore di ricerca per trovare la metrica adeguata rispetto all'oggetto che si vuole misurare e ogni metrica è strutturata in modo tale da poter essere usata sia singolarmente che in combinazione con altre rilevazioni IRIS o

²⁵ <https://bcorporation.net/>

²⁶ <https://iris.thegiin.org/>

anche con strumenti creati dall'impresa (metriche proprietarie) o altri strumenti standardizzati come lo SROI. (GIIN, n.d.)

La teoria del cambiamento (*theory of change*) si riferisce alla costruzione di un modello che specifica la logica, le ipotesi, le influenze, i collegamenti causali e i risultati attesi di un programma di sviluppo o di un progetto. Si concentra in particolare sul tracciare le attività necessarie per realizzare i cambiamenti identificati. Fa questo stabilendo prima gli obiettivi desiderati a lungo termine e poi lavora a ritroso per individuare le condizioni necessarie affinché questi si verifichino. Il tracciamento avviene attraverso diverse fasi:

- identificazione degli obiettivi a lungo termine.
- mappatura a ritroso e collegamento dei requisiti necessari per raggiungere quell'obiettivo.
- Identificare le ipotesi base sul contesto.
- identificare gli interventi necessari per raggiungere il cambiamento desiderato.
- sviluppare indicatori per misurare i risultati per valutare le prestazioni dell'iniziativa.
- scrivere una narrazione per spiegare la logica dell'iniziativa.

Questo porta a una migliore pianificazione, in quanto le attività sono collegate a una comprensione dettagliata di come avviene effettivamente il cambiamento. Porta anche a una migliore valutazione, poiché è possibile misurare il progresso verso il raggiungimento degli obiettivi a lungo termine che va oltre l'identificazione dei risultati del programma. (Center for the Theory of Change, n.d.)²⁷ Le organizzazioni dovrebbero misurare ciò che meglio riflette i loro interessi e gli interessi dei loro stakeholder. Pertanto, le metriche (sia qualitative che quantitative) dovrebbero essere incorporate nella teoria del cambiamento dell'organizzazione. (Bhatt, Hebb, 2014)

Il Social Return On Investment (SROI) consente di esprimere in termini monetari il valore sociale generato da un determinato intervento. Si tratta infatti di stimare, per ogni euro investito, quanti ne sono stati generati a livello di impatto sociale positivo. Ciò permette di calcolare una ratio tra benefici e costi, per esempio, una ratio di 3:1 indica che un investimento di € 1 genera € 3 di valore sociale. Il punto di forza dello SROI è, appunto, la sua capacità di sintetizzare gli impatti sociali generati in un valore monetario. Tuttavia, è necessario tenere presente che il denaro viene utilizzato semplicemente come unità di misura ma l'obiettivo è di rendere conto del valore sociale, ambientale ed economico dei risultati di un'organizzazione. La procedura che porta all'elaborazione dello SROI si articola in sei fasi (Goodspeed, Lawlor, Neitzert, Nicholls, 2009):

²⁷ <https://www.theoryofchange.org/what-is-theory-of-change/>

1. Stabilire il campo d'analisi e identificare i principali stakeholder.
2. Sviluppare una mappa dell'impatto, o una teoria del cambiamento, che mostri la relazione tra input, output e outcome.
3. Dimostrare gli outcome e attribuire loro valore.
4. Definire l'impatto.
5. Calcolare lo SROI, questa fase consiste nella somma di tutti i benefici, la sottrazione dei valori negativi e la comparazione tra risultato e investimento. Questo è il momento in cui è possibile verificare la sensitività dei risultati.
6. Condividere i risultati con gli stakeholder, rispondere alle loro domande, integrare processi per una valutazione solida e regolare e per una verifica dell'informazione.

L'impatto può essere il risultato di una serie di fattori, inclusi programmi o interventi multipli o condizioni economiche, ambientali o sociali che cambiano. Può essere molto difficile sapere cosa esattamente può essere attribuito agli investimenti, alle attività o agli interventi di una singola organizzazione, o interventi; quindi, le organizzazioni che cercano di rivendicare l'impatto devono stare attente a non sopravvalutare la loro influenza. La metrica devono essere credibili e solide, e le organizzazioni devono tenere conto delle situazioni che escludono i loro sforzi. Lo SROI considera quattro elementi chiave per determinare l'impatto (Bhatt, Hebb, 2014, p.7):

- a. *Deadweight*: è una misura percentuale di ciò che sarebbe successo senza il programma.
- b. *Attribution*: è il processo di stima del *deadweight*, è una valutazione di quante altre organizzazioni o persone hanno contribuito al risultato. Anche questo stimato in percentuale.
- c. *Displacement*: è una valutazione di quale porzione di risultato ha avuto impatti negativi su altri potenziali risultati. Un intervento può essere soggetto a *displacement*, per esempio, se i suoi partecipanti sono selezionati a spese di altri gruppi di persone che hanno bisogno di assistenza (generalmente viene calcolato come percentuale negativa).
- d. *Drop off*: coglie il fatto che i risultati di un programma potrebbero diminuire o non essere mantenuti nel tempo a causa di fattori come il turnover del personale di un'organizzazione.

Il valore sociale è presentato come un rapporto tra l'importo in dollari investito da un'organizzazione contro l'importo in dollari del valore sociale generato. La figura 2.2 delinea il calcolo utilizzato per ricavare lo SROI.

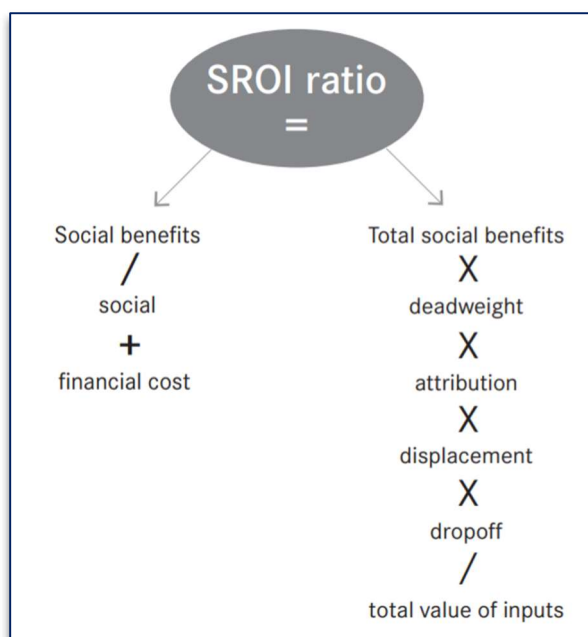


Figura 2.2: Social Return on Investments (SROI) formula | Fonte: Bhatt B., Hebb T., (2014). *A Beginner's Guide to Measuring Social Value*. p.8.

Le organizzazioni sono incoraggiate a condividere il rapporto SROI con tutte le parti interessate per raccogliere un feedback che potrebbe portare a revisioni o modifiche per migliorare la precisione. In particolare, condividere il rapporto con i partecipanti al programma potrebbe loro a condividere più informazioni sui cambiamenti che hanno avuto luogo nelle loro vite come risultato di un programma. Non tutti i risultati possono essere monetizzati, e quelli che non possono dovrebbero essere discussi in narrazioni che aiutino a spiegare i processi utilizzati nei calcoli. (Bhatt, Hebb, 2014, p.8)

2.2 Strumenti di finanza ad impatto

Gli strumenti per mezzo dei quali si realizza l'investimento ad impatto possono essere distinti in vari modi: per la loro natura di debito, di capitale, di strumento ibrido, di capitale *mezzanine*, o di donazione; per lo stadio di sviluppo in cui viene utilizzato lo strumento (*startup*, crescita, maturità); per il livello di maturità dello strumento (segmento tradizionale, in fase di sviluppo, embrionale); per la tipologia di intermediario (*lending institutions*, *equity capital/partner*). È possibile, inoltre, classificare gli strumenti finanziari per i rendimenti (da nessuno a pari a quelli di mercato), per la tipologia di impresa *target* sia in termini di dimensioni che di natura giuridica, per la tipologia di strategia di investimento (diretta nelle imprese sociali o indiretta tramite intermediari). Vi sono inoltre pareri contrastanti riguardo l'inclusione o l'esclusione di alcuni strumenti finanziari sotto l'ampio cappello di *impact investing* in nome della loro natura filantropica e per il fatto che non producono rendimenti finanziari come, ad esempio, accade per alcune tipologie di *crowdfunding*

(*donation e reward*) e dei *social bond grant based*. In altri casi i pareri contrastanti sono legati al profilo poco innovativo di alcuni strumenti finanziari come il credito tradizionale, il credito mutualistico per cui essi possono essere visti più come strumenti di *social finance* che di *impact investing*. (Bandini et al, 2021)

Secondo i dati del Bloomberg New Energy Finance (2021), il totale delle emissioni di debito sostenibile nel 2020 è stato di 732 miliardi di dollari, con i *social* e *sustainability bond* che hanno goduto di una crescita spettacolare e i *green bond* che hanno registrato un'impennata a fine anno. Questo rappresenta un aumento del 29% rispetto al totale del 2019 ed è un *record* in termini di volume di emissioni in un anno. A guidare la crescita è stata la categoria dei *social bond*, che sono emessi per raccogliere fondi per obiettivi sociali come l'occupazione, la salute pubblica e l'istruzione. L'emissione di questi strumenti è aumentata di sette volte, arrivando a 147,7 miliardi di dollari nel 2020. Un'altra categoria di debito sostenibile, i *sustainability bond*, è cresciuta dell'81% raggiungendo 68,7 miliardi di dollari, mentre i *green bond*, hanno visto i volumi salire del 13% a un nuovo record di 305,3 miliardi di dollari. La crescita non è stata però generalizzata nel 2020: sia i prestiti legati alla sostenibilità (*sustainability-linked loans*) che i prestiti verdi (*green loans*) hanno visto riduzioni del 15% nelle emissioni (figura 2.3).

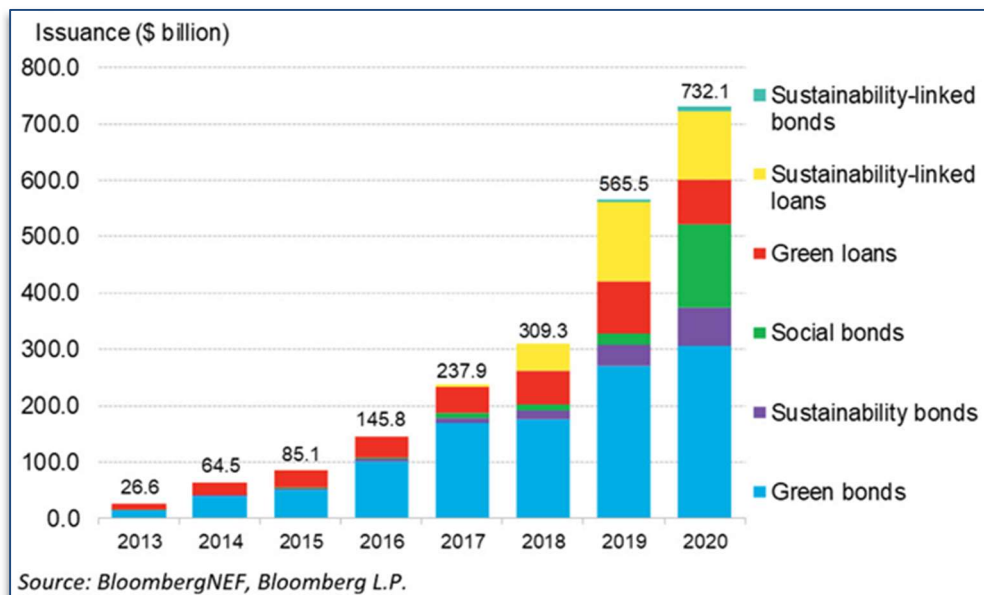


Figura 2.3: Emissione annuale di debito sostenibile globale 2013-2020 | Fonte: BloombergNEF. (2021). Sustainable Debt Breaks Annual Record Despite Covid-19 Challenges.

2.2.1 Green Bond

I *green bond* sono titoli di debito associati al finanziamento di progetti con ricadute positive in termini ambientali: per esempio, energie rinnovabili, gestione sostenibile dei rifiuti e delle risorse

idriche, tutela della biodiversità. Rappresentano un'opportunità per aumentare la disponibilità di capitali necessari alla transizione verso un'economia più sostenibile e per ridurre i costi del debito per i progetti con ripercussioni ambientali positive. Il primo *green bond* del mondo, denominato *Climate Awareness Bond (CAB)*, è stato emesso sul mercato dalla Bei, banca europea degli investimenti, il 4 luglio 2007 con lo scopo di finanziare progetti che proponessero soluzioni ai cambiamenti climatici. In Italia, il primo *green bond* è stato lanciato nel 2014 dalla *multitutility* emiliana Hera, un titolo decennale da 500 milioni di euro. Tra i più importati emittenti italiani vi sono stati poi Enel, con un'obbligazione da 1,25 miliardi, e Intesa Sanpaolo, con un bond da 500 milioni. (Forum per la Finanza Sostenibile, 2017) Il 3 marzo 2021 è stato invece emesso il primo *green bond* di Stato italiano per un valore complessivo di 8,5 miliardi di euro ricevendo ordini per 10 volte l'offerta (Forum per la Finanza Sostenibile, 2021).

Di fronte alla crescita del mercato, la principale esigenza degli operatori è quella di fare chiarezza in merito al perimetro di applicazione dei *green bond* e alla valutazione degli impatti ambientali generati. L'High-Level Expert Group on Sustainable Finance²⁸ (2017), ha sottolineato che lo sviluppo del mercato dei *green bond* richiede la formulazione e l'applicazione di solidi standard definitivi e classificatori, oltre che di certificazioni di qualità dei prodotti. In particolare, gli esperti hanno evidenziato il ruolo delle borse nell'incentivare gli emittenti al rispetto dei criteri concordati a livello internazionale per l'emissione dei *green bond*. Sono stati definiti, nel 2014 da parte sempre dell'*International Capital Market Association (ICMA)*, i *Green Bond Principles (GBP)* ovvero le linee guida volontarie che incoraggiano la trasparenza, la precisione e la completezza delle informazioni divulgate dagli emittenti. La definizione di regole *standard* nell'emissione degli strumenti finanziari verdi è fondamentale per garantirne lo sviluppo ed incentivarne l'utilizzo in quanto esse offrono garanzie agli investitori e tutela agli emittenti. Questi principi riguardano principalmente quattro aree (ICMA, 2021):

- a. Utilizzo dei proventi: finanziare progetti ad impatto ambientale positivo, che dovrebbero essere adeguatamente descritti nella documentazione relativa al titolo.
- b. Valutazione e selezione dei progetti: l'emittente di un'obbligazione verde dovrebbe esplicitare se il progetto rientra tra quelli idonei per i *green bond*, i criteri di selezione utilizzati, gli obiettivi di sostenibilità ambientale. I GBP incoraggiano un elevato livello di trasparenza e raccomandano che il processo di valutazione e selezione dei progetti adottato dall'emittente sia integrato con una revisione esterna.

²⁸ Il gruppo di esperti costituito nel dicembre del 2016 dalla Commissione UE con il compito di elaborare una strategia europea per lo sviluppo della finanza sostenibile

- c. Gestione dei proventi: i proventi netti dei green bond, o una somma equivalente, dovrebbero essere depositati su un conto dedicato, trasferiti a un portafoglio specifico o in ogni caso tracciati dall'emittente. Inoltre, l'emittente dovrebbe comunicare agli investitori come intende collocare i proventi temporaneamente non impiegati nei progetti.
- d. Rendicontazione: gli emittenti dovrebbero divulgare e aggiornare regolarmente i dati relativi all'utilizzo dei proventi, includendo un elenco dei progetti in cui le risorse sono impiegate, una breve descrizione degli stessi, il dettaglio delle somme allocate e degli impatti attesi.

Attualmente esistono quattro tipologie di *green bond*: *Green Bond* con Utilizzo dei Proventi di tipo Standard (*Standard Green Use of Proceed Bond*), ovvero un'obbligazione standard emessa direttamente dall'emittente del tipo "*recourse- to-the-issuer*" che sia coerente con i GBP. *Green Bond* sui Ricavi (*Green Revenue Bond*), vale a dire un titolo di debito del tipo "*non-recourse-to-the-issuer*" conforme ai GBP in cui l'esposizione creditizia all'interno del titolo è imputabile ai flussi di cassa provenienti e garantiti da ricavi, commissioni, tasse ecc. ed il cui utilizzo dei proventi è legato a progetti ambientali correlati o non correlati a tali flussi. *Green Bond* di Progetto (*Green Project Bond*), ossia un bond emesso per uno o più Progetti Green per i quali l'investitore ha un'esposizione diretta al rischio del progetto potendo o meno rivalersi e fare ricorso all'emittente, e che sia comunque in linea con i GBP. L'ultima tipologia è il *Green Bond* Cartolarizzato (*Green Securitised Bond*), ovvero un'obbligazione a garanzia di uno o più Progetti Green specifici, includendo ma non limitandosi ad obbligazioni garantite (cd. "*covered bonds*"), ABS, MBS ed altre tipologie e in linea con i GBP. La prima fonte di rimborso deriva generalmente dai flussi finanziari derivanti dalle attività sottostanti. (ICMA, 2021)

2.2.2 Mini green bond: l'importanza delle PMI per lo sviluppo sostenibile

Le piccole e medie imprese (PMI) sono la spina dorsale dell'economia europea. Rappresentano il 99% di tutte le imprese nell'UE, impiegano circa 100 milioni di persone e rappresentano più della metà del PIL europeo. Sono quindi centrali nella transizione dell'UE verso un'economia sostenibile, infatti le PMI portano soluzioni innovative a sfide come il cambiamento climatico, l'efficienza delle risorse e la coesione sociale e aiutano a diffondere questa innovazione in tutte le regioni d'Europa. (Commissione europea, n.d.) Tuttavia, molte di queste iniziative sono autofinanziate: oltre un quarto delle PMI europee, infatti, riscontra difficoltà di accesso al mercato bancario e finanziario. La Commissione Europea ha riconosciuto l'importanza delle PMI quali attori della transizione verso un modello di sviluppo più sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale, per questo nel 2014 è stato lanciato un Piano d'Azione per definire il quadro dell'assistenza che l'Unione Europea

intende prestare alle PMI. (Commissione europea, 2014) Per realizzare modelli di sviluppo economico sostenibili risulta quindi fondamentale garantire l'accesso ai mercati finanziari sia alle PMI che offrono prodotti e servizi "verdi", sia a quelle che intendono migliorare le proprie performance di sostenibilità. In quest'ottica, i *mini green bond*, nate nel 2014 grazie al Piano d'Azione, rappresentano uno strumento di *impact investing* particolarmente efficace. I *mini green bond* sono titoli di debito emessi da società di capitale o cooperative aventi operatività propria (escludendo banche e assicurazioni) d'importo massimo fino a 500 milioni di euro. Sono nati per dare accesso alla PMI, che offrono prodotti e servizi "verdi, a fonti di finanziamento alternative al credito tradizionale, riducendone la dipendenza dal sistema bancario. Il primo *mini green bond* in Italia è stato emesso a maggio 2014 da Enna Energia, società siciliana specializzata in produzione, distribuzione e vendita dell'energia elettrica; l'obbligazione, del valore di €3,2 milioni, è stata quotata sul mercato ExtraMOT PRO33. I progetti finanziabili dai *mini green bond* possono rientrare nei seguenti ambiti: energie rinnovabili, efficienza energetica, gestione delle risorse idriche e dei rifiuti, sistemi di trasporto sostenibili e trattamento del suolo. (Bandini et al, 2021; Forum per la Finanza Sostenibile, 2017)

2.2.3 Social Bond

I *social bond* sono strumenti obbligazionari utilizzati per il finanziamento di progetti ad impatto sociale e sono tipicamente nei settori dell'accesso ai servizi sanitari e abitativi, dell'inclusione finanziaria, della sicurezza alimentare e dell'occupazione. Esistono due tipologie differenti di *social bond* con diverse caratteristiche: i *social bond grant based* e i *social bond loan based*. (Bandini et al, 2021)

I *social bond grant based* sono obbligazioni tradizionali in cui una percentuale del rendimento dell'investitore e della commissione nell'emittente è devoluta a supporto di progetti ad impatto sociale. Questa obbligazione prevede la rinuncia, da parte dell'emittente, di una quota stabilita del suo margine e/o la cessione del sottoscrittore di una parte del rendimento. I sottoscrittori possono ottenere un rendimento di mercato, oppure inferiore, si tratta infatti di una forma innovativa di donazione piuttosto che di una forma di investimento che produce rendimento finanziario. I *social bond loan based*, invece, sono obbligazioni che destinano tutto il capitale raccolto al finanziamento di uno specifico progetto che genera un impatto sociale positivo, principalmente nei seguenti settori: educazione, sanità, servizi sociali, *housing* sociale, agricoltura sostenibile. (Bandini et al, 2021) Sono state definite, nel 2017 dall'*International Capital Market Association (ICMA)*, delle linee guida volontarie per l'emissione dei *social bond*, denominate "*Social Bond Principles*" (*SBP*), ovvero raccomandazioni che mirano a favorire lo sviluppo di questo mercato attraverso la

diffusione di pratiche di trasparenza e di rendicontazione agli investitori. Questi principi riguardano principalmente: l'utilizzo dei proventi e la loro gestione, che dovrebbero essere depositati in un conto dedicato e tracciati dall'emittente; la valutazione e selezione dei progetti; la rendicontazione (ICMA, 2021). I Social Bond possono produrre effetti positivi anche dal punto di vista ambientale e, viceversa, i Green Bond possono finanziare soluzioni per problemi sia ambientali sia sociali: secondo l'ICMA, sono gli emittenti a dover identificare l'area di impatto prevalente. Inoltre, sono anche disponibili linee guida per i cosiddetti *Sustainability Bond*, vale a dire strumenti di debito che possono finanziare soluzioni o progetti che hanno come obiettivo la risoluzione contemporanea di problemi sia ambientali che sociali. (Forum per la Finanza Sostenibile, 2017)

L'ICMA ha recentemente pubblicato le linee guida sul ricorso ai social bond per finanziare misure di risposta alle emergenze e ha annunciato che i Principi dei Social Bond sono immediatamente applicabili alle obbligazioni volte a fronteggiare l'epidemia di virus. L'ICMA ha inoltre pubblicato un documento che spiega come i *social bond* potrebbero contribuire al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) delle Nazioni Unite. Alcuni esempi di SDG, che potrebbero essere sostenuti dal finanziamento dei social bond, includono l'eliminazione della povertà mondiale, il raggiungimento della sicurezza alimentare e la garanzia della disponibilità di acqua e servizi igienici per tutti. (Amundi, 2020, pp.6-7)

2.2.4 Social Impact Bond

I Social Impact Bond (SIB) sono gli strumenti più innovativi della finanza ad impatto sociale, destinati alla realizzazione di progetti di pubblica utilità, con una remunerazione degli investitori solo in caso di effettiva generazione di impatto sociale positivo, opportunamente misurato. Anche se sono definiti strumenti obbligazioni, in realtà, presentano una struttura finanziaria più complessa *Pay by Result o Pay for Success* con partenariato pubblico-privato. (Chiappini, 2017) Elementi caratterizzanti i SIB sono (Forum per la Finanza Sostenibile, 2017):

- a. la possibilità di generare un risparmio per la Pubblica Amministrazione attraverso l'iniziativa oggetto di finanziamento.
- b. la condizionalità della remunerazione, versata soltanto a seguito del raggiungimento degli obiettivi e, quindi, della generazione di un impatto sociale positivo (verificato e misurato). Proprio quest'ultimo, infatti, permette alla Pubblica Amministrazione di risparmiare le risorse che possono successivamente essere destinate alla remunerazione dell'investitore.

La struttura del SIB prevede cinque portatori di interesse: una Pubblica Amministrazione (comunale, regionale o nazionale); i fornitori del servizio (organizzazioni non profit o imprese sociali); un investitore; un intermediario specializzato (generalmente organizzazioni del terzo settore o Fondazioni); un valutatore indipendente che misura l’impatto generato e l’efficacia dei risultati ottenuti (figura 2.4). (Forum per la Finanza Sostenibile, 2017)

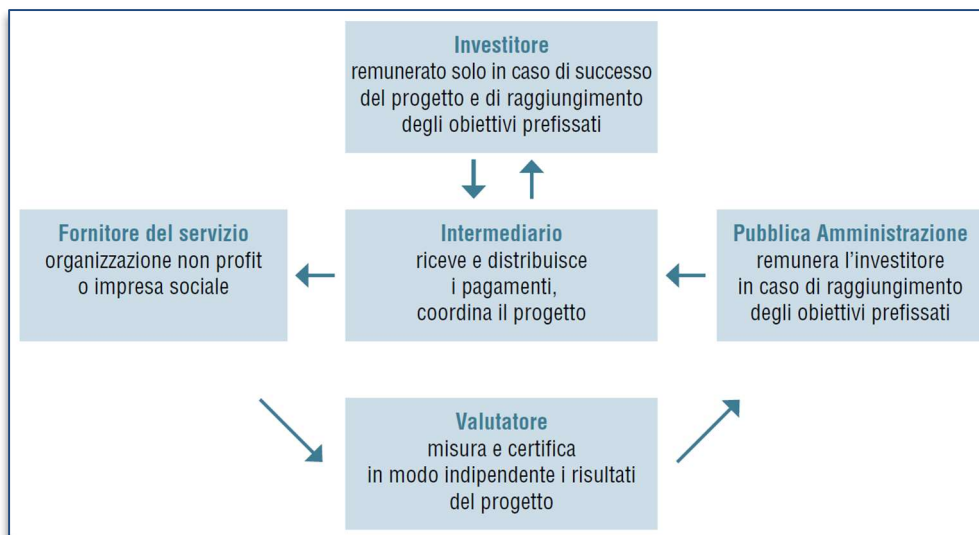


Figura 2.4: Il funzionamento dei Social Impact Bond | Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile (2017)

I *social impact bonds* sono uno strumento che consente un risparmio di costi e che offre una interessante alternativa ai problemi di limiti di budget e di spesa sostenibile della Pubblica Amministrazione. La struttura del veicolo finanziario può anche variare enormemente: in alcuni casi, il partenariato è strutturato dall’intermediario e l’ente del Terzo Settore che si occupa delle attività legali, finanziarie ed operative; in altri casi, l’intermediario non è presente e l’ente sociale ottiene direttamente i capitali dai privati. Essi presentano due problematiche intrinseche: la forte asimmetria informativa tra l’investitore ed il fornitore del servizio e la difficoltà di misurare *ex ante* il complessivo risparmio della Pubblica Amministrazione coinvolta nell’operazione. (Banditi et al, 2021)

Si tratta di uno strumento relativamente nuovo: il primo è stato emesso nel Regno Unito nel 2010 per ridurre il tasso di recidiva della prigione di Peterborough. Il risultato sociale atteso non solo è stato raggiunto ma anche superato: la recidiva si è infatti ridotta del 9% rispetto al gruppo di controllo definito al momento della progettazione del modello, a fronte di un target prefissato dal Ministero della Giustizia del 7,5%. Grazie a questo risultato, i 17 investitori riceveranno dalla Pubblica Amministrazione il capitale inizialmente investito, con una maggiorazione del 3% per ogni anno di finanziamento. In Italia, nel 2017, con la legge di Bilancio viene approvato il Fondo

per l'innovazione sociale che consente di sperimentare schemi di *payment by result* e nel 2019 viene lanciato il primo avviso del Fondo Social Impact Investing Sardegna. Tale strumento è anche molto innovativo ma non attira un significativo numero di investitori a causa, soprattutto, dell'asimmetria informativa, in quanto gli investitori ottengono la restituzione dei capitali solo se altri enti (gli erogatori del servizio) raggiungono il risultato sociale pattuito ma contestualmente non hanno la possibilità di agire per il suo conseguimento. Si tratta, quindi, di strumenti in fase di maturazione, molto innovativi che rendono il finanziamento condizionale al raggiungimento di risultati concreti ma seppure lentamente, stanno iniziando ad avere grande successo, soprattutto in Europa e in Nord America. L'evoluzione di questi strumenti dal punto di vista tematico ha portato alla nascita anche dei *development impact bonds (DIBs)*, i quali presentano la medesima struttura tecnica dei *SIBs* ma sono nati per i Paesi in via di sviluppo, e degli *environmental impact bonds (EIBs)* nell'ambito della cooperazione internazionale. L'approccio *Pay for Success* strutturato per i *social impact bonds* ha ispirato, negli ultimi anni, differenti e variegate forme di finanziamento orientate alla generazione di impatto sociale e/o ambientale, molto diverse tra loro ma che prevedono tutte l'interazione tra il settore pubblico, il settore privato e gli enti del Terzo Settore, come, ad esempio, i modelli di incentivi per l'impatto sociale (*Social Impact Incentives, SIINC*), che ricompensano direttamente le imprese attraverso premi finanziari rilasciati al raggiungimento di risultati sociali predefiniti, o gli *outcome fund*, ovvero delle piattaforme che nascono per affrontare un tema specifico di rilevanza sociale e che raccolgono sia fondi pubblici che risorse dei donatori privati per finanziare diversi strumenti di finanza ad impatto.

2.2.5 Crowdfunding

Il crowdfunding è una forma innovativa di finanziamento che permette ad un progetto o un'impresa di raccogliere risorse finanziarie tramite piattaforme web. Emerge a fine anni 2000, in parte come risposta alla difficoltà crescente di progetti e imprese di ricevere credito attraverso canali di finanziamento tradizionali, e da allora è in forte espansione, nel 2020 il volume del crowdfunding su piattaforme italiane ha registrato un tasso di crescita del 75%. (Forum per la Finanza Sostenibile, 2017; Starteed, 2020).

Le persone concedono somme di denaro, anche di piccola entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet (piattaforme o portali) e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa. Queste piattaforme possono essere gestite: da gestori di diritto e per i soggetti autorizzati e registrati presso la Consob (Commissione Nazionale per la Società e la Borsa) che rispettano determinati requisiti. La Consob è il soggetto preposto alla

vigilanza delle piattaforme di *crowdfunding* in Italia. Si tratta di investimenti rivolti ad un ampio numero di soggetti. (Bandini et al, 2021)

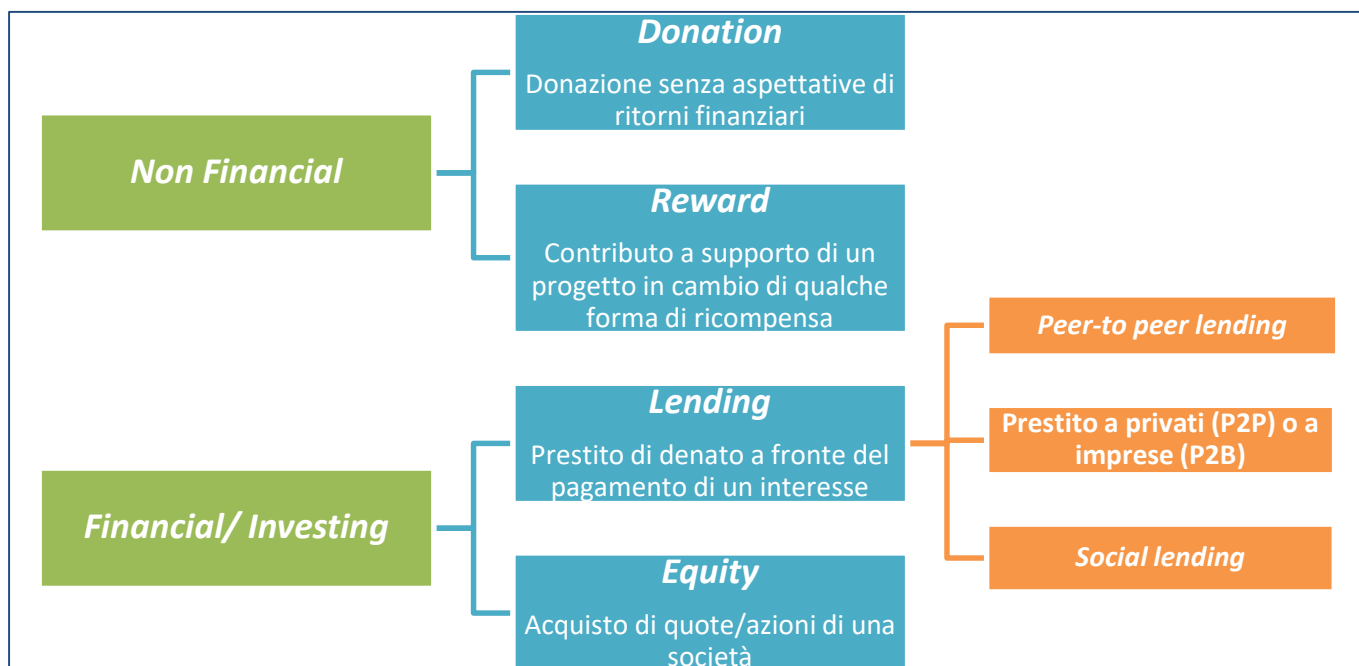


Figura 2.5: I diversi modelli di crowdfunding |Fonte: Rielaborazione propria da Forum per la Finanza Sostenibile, 2017

Il crowdfunding si declina in diverse forme che possono essere raggruppate in due macrocategorie (figura 2.5) (Bandini et al, 2021; Forum per la Finanza Sostenibile, 2017):

1. Modelli non finanziari, che non prevedono alcuna forma di rendimento finanziario a fronte del conferimento di denaro (modello *donation*) o, altrimenti, l'erogazione di piccole ricompense non monetarie (modello *reward*), come, ad esempio, la prova e/o l'utilizzo di un bene e servizio che l'impresa con l'investimento sta creando. Esiste un tipo specifico di *reward* definito "*royalty*" che prevede che i finanziatori ricevano una percentuale sulle vendite di un prodotto senza però diventare azionisti.

2. Modelli finanziari, che prevedono un rendimento finanziario e a loro volta si suddividono in:

- a. *Lending*, che avviene tramite sottoscrizione di un prestito a cui è associato un tasso di interesse; il *lending* può essere declinato in varie forme: il *peer-to peer lending*, ove i prestatori possono decidere direttamente in quali progetti investire, attraverso prestito a privati (P2P) o a imprese (P2B) e non esistono intermediari che operano nella transazione; o il *social lending* ove le piattaforme intermediano tra debitori e prestatori diffusi che, in questo caso, non possono scegliere ex ante su che progetti investire. In Italia le piattaforme

di *lending*, nella forma P2B, possono rappresentare un utile strumento per il finanziamento di progetti locali attraverso prestiti a PMI attive sul territorio e, potenzialmente, anche di iniziative di partenariato tra pubblico e privato per lo sviluppo di infrastrutture e servizi urbani. Progetti di rilevanza locale potrebbero essere finanziati in tutto o in parte da un prestito distribuito tra un numero elevato di cittadini creditori che, in quanto tali, sarebbero coinvolti nell'iniziativa e beneficerebbero dei ritorni economici ad essa associati. In Europa vi sono numerosi esempi di piattaforme *lending* dedicate al settore energetico, come Abundance Generation, Lendosphere, Lumosono, caratterizzate da una forte missione ambientale e di partecipazione territoriale, che permettono ai cittadini di investire in progetti energetici specifici o in società dedicate allo sviluppo di fonti rinnovabili. In Italia si segnala la piattaforma Terzovalore che consente a persone fisiche e giuridiche di prestare denaro in modo diretto a organizzazioni non profit.

- b. *Equity crowdfunding*, finalizzato alla raccolta di capitale di rischio di imprese e dove l'investitore partecipa e sostiene l'avvio o la crescita di un'iniziativa imprenditoriale, un progetto o un'impresa beneficiando di potenziali futuri dividendi o plusvalenze. Una caratteristica intrinseca del *crowdfunding* è la trasparenza, in quanto gli investitori possono scegliere in modo diretto e disintermediato quali progetti sostenere e dove investire il proprio denaro. Il Decreto-legge n. 179/2012 stabilisce che le *startup* innovative, e quelle a vocazione sociale (*SIAS*), possano raccogliere capitale di rischio tramite portali *on-line* ovvero aprire l'*equity crowdfunding* alle *SIAS*. Il settore dell'*equity crowdfunding* appare, quindi, nell'ampia cornice dell'*impact investing* come uno degli ambiti maggiormente regolamentati.

2.2.6 Fondi di investimento

I fondi di investimento sono strumenti che possono essere azionari, obbligazionari, bilanciati, flessibili, di *venture capital*, di *private equity*, di *private debt* a seconda dello strumento finanziario in cui investono e che consentono di raccogliere capitali da una pluralità di investitori. Gli investimenti nei fondi possono essere classificati come:

- a. Diretti: investimenti in organizzazioni ad alto impatto socio-ambientale;
- b. Indiretti: investimenti in fondi o in titoli che a loro volta finanziano organizzazioni ad alto impatto socio-ambientale.

Affinché un fondo di investimento sia definito ad impatto è necessario che il *team* di investimento abbia come intenzione la generazione di effetti positivi sotto il profilo ambientale e sociale, con una metodologia di analisi coerente e trasparente. Inoltre, è fondamentale la produzione del *report* di impatto che fornisca informazioni riguardo le modalità di misurazione dell'impatto e delle metriche utilizzate oltre quelle di analisi finanziaria, ovvero dei parametri di rischio, rendimento e liquidità. (Forum per la Finanza Sostenibile, 2017)

I fondi di investimento ad impatto possono essere classificati ulteriormente in (Chiappini H, 2017):

- a. Commerciali: ovvero i fondi ad impatto meno diffusi e che sono stati costruiti per venire incontro alle esigenze degli investitori istituzionali e degli *high-net-worth individuals (HWNI)*²⁹ se sono caratterizzati da rendimenti finanziari sufficientemente allineati a quelli di mercato.
- b. Non commerciali: ovvero i fondi di investimento ad impatto generalmente promossi da investitori *impact-first* come organizzazioni filantropiche (fondazioni) o del settore pubblico (programmi governativi).
- c. Quasi-commerciali: ovvero i fondi di investimento ad impatto strutturati che prevedono una prima emissione esclusivamente rivolta ad enti pubblici e le successive, meno rischiose, ad enti privati.

Clark et al. (2012) hanno definito in maniera esplicita i fondi di investimento ad impatto come i fondi con un duplice obiettivo: quello di generare un impatto sociale e/o ambientale che sia misurabile, e un obiettivo finanziario che può essere considerato essenziale oppure secondario. A causa dell'esistenza di fenomeni quali l'*impact washing*, l'identificazione dei fondi di investimento considerabili ad impatto non è immediata. È quindi necessario effettuare una distinzione tra gli investitori che hanno esplicitamente creato fondi con la duplice missione di generare rendimenti finanziari ed un impatto socio-ambientale, ed investitori tradizionali che, per ampliare la loro offerta finanziaria, hanno creato dei fondi di investimento con strumenti quotati che definiscono "ad impatto" semplicemente perché hanno ridotto l'universo investibile. Un modo per riuscire a distinguerli è la consultazione dei *database* delle reti internazionali sulla finanza ad impatto o dei registri di alcuni organi europei ed internazionali, come il registro dell'*ESMA* sui fondi che hanno assunto la forma di fondi europei per il *venture capital (EuVECA)*, organismi di investimento collettivo che sono stati armonizzati a livello di Unione europea attraverso il regolamento (UE) n.

²⁹ È una classificazione dell'industria finanziaria per indicare un individuo con attività liquide al di sopra di una certa cifra, tipicamente attorno a 1 milione di dollari in attività. Sono molto richiesti dai gestori di patrimoni privati.

345/2013. I fondi di investimento ad impatto italiani appaiono particolarmente rilevanti in quanto consentono di riunire numerosi investitori ed imprese investite, raccogliendo ampi capitali, e fungono anche da catalizzatori per tutte le forme di investimenti ad impatto e da *market builder*. Tuttavia, sono ancora poco numerosi e diffusi, circa 15 fondi di investimento ad impatto, tutti nati da pochi anni, di cui sei nella forma di SICAF (società di investimento a capitale fisso), e altri undici investitori ad impatto che investono o direttamente con quote di capitale in imprese ad impatto italiane (senza costituire un vero e proprio fondo ma creandosi un portafoglio personale di investimenti ad impatto) o indirettamente investono in fondi di investimento ad impatto (fondi di fondi). (Bandini et al, 2021)

3 Analisi impatto e performance finanziaria

Al fine di avere una corretta valutazione dell'intenzionalità di un'impresa circa la volontà di creare un determinato impatto, è importante capire se e in che modo queste imprese monitorino l'impatto delle loro operazioni di investimento. Diviene quindi centrale capire come i gestori di fondi di investimento ad impatto creano e monitorano il ritorno in termini sociali e ambientali; se così non fosse questa *asset class* perderebbe di significato. La seconda questione è quella relativa alla percezione che più significativo è l'impatto, più basso è il rendimento dell'investimento. Ovvero, molti investitori credono ancora che *l'impact investing* sia un compromesso tra performance socio-ambientale e performance finanziaria.

3.1 Impact Fund Managers

In questo paragrafo, e in quelli successivi, poniamo l'attenzione sulle metriche utilizzate dai fondi di investimento ad impatto per misurare e valutare i risultati sociali ed ambientali ottenuti e analizziamo la loro performance finanziaria rispetto ai tassi di interesse di mercato e ai fondi non *impact*.

Poniamo l'attenzione sulle metriche utilizzate per quantificare e valutare l'impatto, con particolare attenzione ai sistemi identificati come più accreditati nel capitolo precedente. Vediamo se le aziende dispongono di sistemi informati per tracciare l'impatto degli investimenti, quali sono i più utilizzati, e se sono accreditati da parti terze. Successivamente, vediamo quali sono i rendimenti finanziari target dei fondi di investimento, la performance effettiva relativa ai rendimenti finanziari target negli ultimi tre anni e un confronto con i fondi non ad impatto.

Per rispondere ai suddetti quesiti si è provveduto ad analizzare un campione di fondi di investimento ad impatto estratto dal database ImpactAssets50³⁰, una risorsa utile per condurre ricerche nel segmento dei fondi di impatto che, concentrandosi su gestori di fondi obbligazionari e azionari privati fornisce una fonte centralizzata di informazioni che non è disponibile pubblicamente altrove. Il comitato di revisione di ImpactAssets50 seleziona le aziende secondo dei criteri sviluppati per garantire che l'elenco includa una serie diversificata di società in termini di asset under management (AUM), base di investitori, approcci e impegno all'*impact measurement*, classi di attività, e aree di impatto. In questa sede prendiamo in considerazione il segmento

³⁰ ImpactAssets 50 è uno dei più riconosciuti database gratuiti di gestori di fondi di investimento a impatto. Questa lista, aggiornata annualmente, è una porta d'ingresso nel mondo degli investimenti a impatto per gli investitori e i loro consulenti finanziari, offrendo un modo semplice per identificare i gestori di fondi a impatto esperti ed emergenti. ImpactAssets 50 ha lo scopo di illustrare l'ampiezza dei gestori di fondi d'impatto che operano oggi, anche se non è un elenco completo. <http://www.impactassets.org/>

“Emerging Impact Manager 2021”, un campione di 41 società emergenti nel settore dell’*impact investing*, i cui criteri per l’inclusione prevedono che il gestore:

- operi in:
 - più di un paese;
 - in un paese con una popolazione significativa; e/o in una regione considerevole degli Stati Uniti
- gestisca attività che sono recuperabili
- accetti gli investimenti negli Stati Uniti
- abbia dimostrato capacità / supervisione finanziaria;
- dimostri un impegno significativo per l’impatto sociale e per tracciare chiare misure di impatto sociale e / o ambientale (valutazione GIIRS, utilizzare le metriche IRIS o altri indicatori da determinare)

Le società in questione sono riportate nella seguente tabella:

Impact Investment Fund Managers	Total Asset Under Management (AUM)	Asset Class	Target Financial Returns	Actual Performance in the Past 3 Years	Third Party Validations
1 st Course Capital	Less than \$25M	Private Equity	Market rates	In line with initial target returns	Research
Achieve Partners Management LLC	\$100 – 499M	Private Equity	Above Market Rates	Over-delivered compared to initial target returns	Research
Acre Impact Capital	Less than \$25M	Private Debt	Market Rates	In line with initial target returns	Research
Acumen Latam Impact Ventures LLC	\$25 – 49M	Private Equity	Near-market Rates	Over-delivered compared to initial target returns	PRI - Impact Association - Research
Adjuvant Capital, L.P.	\$100 – 499M	Private Debt Private Equity	Market Rates	Over-delivered compared to initial target returns	Research
African Frontier Capital (Mauritius) LLC	\$50 – 99M	Private Debt	Market Rates	In line with initial target returns	Impact Association
Alante Capital Management	Less than \$25M	Private Equity	Above Market Rates	In line with initial target returns	B-Corp - Research
Alpha Impact Investment Management LLC	\$50 – 99M	Public Debt, Private Equity	Market Rates	Over-delivered compared to initial target returns	Impact Association
Amplify Capital Inc.	Less than \$25M	Private Equity	Above Market Rate	In line with initial target returns	B-Corp – Impact Association

Apis & Heritage Capital Partners	Less than \$25M	Private Equity	Market Rates	In line with initial target returns	None
Circulate Capital	\$100 – 499M	Private Debt Private Equity	Near-market Rates	In line with initial target returns	Impact Association – Research - IMP
Civic Community Partners	Less than \$25M	Cash Alternatives, Public Debt, Private Debt Public Equity, Real Estate, Private Equity	Market Rates	In line with initial target returns	None
Conscious Venture Partners, LLC	Less than \$25M	Private Equity	Above Market Rates	In line with initial target returns	Impact Association
Cross-Border Impact Ventures	Less than \$25M	Private Equity	Market Rates	In line with initial target returns	PRI – Impact Association – Research - IMP
De-Carceration Fund LP	Less than \$25M	Private Debt Private Equity	Near-market Rates	In line with initial target returns	Impact Association - Research
Deliberate Capital, LLC	Less than \$25M	Private Debt Private Equity	Market Rates	In line with initial target returns	Research - IMP
Earthshot Ventures, LLC	Less than \$25M	Private Equity	Above Market Rates	In line with initial target returns	Impact Association – Research
FactorE Ventures PBC	Less than \$25M	Private Equity	Return of Principal Only	Over-delivered compared to initial target returns	IFC
FyreFem Fund Managers Pty Ltd	Less than \$25M	Private Debt Private Equity	Above Market Rates	Over-delivered compared to initial target returns	IFC
Illumen Capital	\$50 – 99M	Private Equity	Market Rates	In line with initial target returns	Impact Association – Research
JFFLabs, Inc. dba Employment Technology Fund	Less than \$25M	Private Debt Private Equity	Near-market Rates	Over-delivered compared to initial target returns	Impact Association – Research
Kachuwa Investment Cooperative PBC	Less than \$25M	Private Debt Real Estate, Private Equity	Near-market Rates	Over-delivered compared to initial target returns	Impact Association
Kiva Capital Management LLC	\$25 – 49M	Private Debt Private Equity	Near-market Rates	In line with initial target returns	PRI – Impact Association – Research
Marigold Capita	Less than \$25M	Private Debt Private Equity	Market Rates	In line with initial target returns	B- Corp – Research - IFC
Mission Driven Finance, LLC	Less than \$25M	Private Debt Real Estate, Private Equity	Near-market Rates	Over-delivered compared to initial target returns	B- Corp – Impact Association

Okavango Capital Partners	Less than \$25M	Private Debt Private Equity	Market Rates	In line with initial target returns	Impact Association
Open Road Impact Fund	Less than \$25M	Private Debt	Concessionary Rates	In line with initial target returns	Research
Prime Impact Fund	\$50 – 99M	Private Equity	Near-market Rates	In line with initial target return	None
Raven Indigenous Capital Partners	Less than \$25M	Private Debt Private Equity	Near-market Rates	In line with initial target returns	Research
RH Capital Corporation	Less than \$25M	Private Equity	Market Rates	In line with initial target returns	Research
Shared Interest	Less than \$25M	Private Debt	Concessionary Rates	In line with initial target returns	Impact Association
Slauson & Co. Fund I, L.P.	\$50 – 99M	Private Equity	Above Market Rates	Over-delivered compared to initial target returns	Research
SoGal Ventures LLC	Less than \$25M	Private Equity	Above Market Rates	Over-delivered compared to initial target returns	Research
The Capital Good Fund	Less than \$25M	Private Debt	Concessionary Rates	In line with initial target returns	None
True Wealth Ventures	Less than \$25M	Private Equity	Above Market Rates	Below initial target returns	Impact Association – Research
Undeterred Capital GP LLC	Less than \$25M	Private Equity	Above Market Rates	Over-delivered compared to initial target returns	None
VestedWorld, LLC	Less than \$25M	Private Equity	Market Rates	In line with initial target returns	Research
Volery Capital Partners	\$50 – 99M	Private Equity	Above Market Rates	In line with initial target returns	PRI – Impact Association - IMP
WakeUp Capital	Less than \$25M	Private Equity	Market Rates	In line with initial target returns	Impact Association – Research - IMP
Working Capital	Less than \$25M	Private Equity	Near-market Rates	In line with initial target returns	Research
Working Capital for Community Needs, Inc.	Less than \$25M	Private Debt	Near-market Rates	In line with initial target returns	Impact Association

Tabella 3.1: Impact Investment Fund Managers | Fonte: elaborazione propria da ImpactAssets50

ImpactAsset50 va a delineare un elenco di società le cui pratiche d’investimento dovrebbero nascere da una vera e propria dichiarazione di intenti per promuovere la visione *impact*, ed è emerso che, a eccezione di tre fondi, tutte le società impiegano il totale dell’attivo (AUM) in investimenti

ad impatto. Inoltre, ogni società deve indicare quale obiettivo di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (SDG) persegue come intento primario (quelli maggiormente menzionati sono: 3- buona salute e benessere, 8 - lavoro dignitoso e crescita economica, 10 - riduzione delle disuguaglianze, 13 - azione per il clima).

3.1.1 Metriche di misurazione dell'impatto

Si è cercato di capire se le società disponessero di un sistema informativo formale e funzionale per tracciare l'impatto dei loro investimenti. È emerso che tutte le società, tranne 1st Course Capital, sono dotate di sistemi informativi per tracciare l'impatto. Infine, abbiamo visto se il sistema e le misure prestazionali dichiarate dalle società fossero accreditati da parti terze. ImpactAssets50 considera quali fonti terze di accreditamento:

1. accreditamento GIIRS
2. certificazione B- Corp
3. partecipazione alla Global Reporting Initiative
4. sottoscrizione dei Principi Uniti per l'investimento responsabile
5. partecipazione a comitati direttivi o ruoli di leadership all'interno di associazioni industriali d'impatto (Impact Association)
6. collaborazioni in white paper di settore o di altre ricerche in materia di investimenti a impatto (Research)
7. partecipazione all'Impact Measurement Project
8. firmatario dei principi operativi dell'IFC per la gestione dell'impatto

Per quanto riguarda accreditamento GIIRS, partecipazione alla Global Reporting Initiative (GRI), e sottoscrizione dei Principi Uniti per l'investimento responsabile (PRI), si rimanda ai capitoli precedenti, descriviamo invece brevemente le fonti terze di accreditamento non precedentemente menzionate.

La certificazione B-Corp, amministrata dall'organizzazione non-profit B Lab, viene rilasciata alle società che raggiungono un punteggio minimo verificato nel B Impact Assessment, una rigorosa valutazione dell'impatto di un'azienda sui suoi lavoratori, clienti, comunità e ambiente. Le B Corporations certificate modificano anche i loro documenti legali di governo per richiedere al loro consiglio di amministrazione di bilanciare profitto e scopo³¹. (B-Lab, n.d.)

³¹ <https://bcorporation.net/about-b-corps>

L'Impact Measurement Project (IMP) Structured Network è una collaborazione di organizzazioni che, attraverso le loro competenze specifiche e complementari, stanno coordinando gli sforzi per fornire standard completi per la misurazione, la gestione e il reporting dell'impatto. Questi standard sono incentrati su tre aree: processi per la gestione degli impatti (pratica), quadri e indicatori per misurare e riportare gli impatti (performance), valutazione per confrontare gli impatti (benchmarking). Attraverso questo lavoro, i membri della rete strutturata sono in grado di scambiare conoscenze, identificare opportunità di sinergia e coordinamento dei contenuti, e co-creare contenuti³².

I principi operativi dell'IFC per la gestione dell'impatto sono un quadro di riferimento per la progettazione e l'attuazione dei sistemi di gestione dell'impatto degli investitori, assicurando che le considerazioni sull'impatto siano integrate in tutto il ciclo di vita degli investimenti. Possono essere implementati attraverso diversi tipi di sistemi, ognuno dei quali può essere progettato per adattarsi alle esigenze di ogni singola istituzione, infatti, il modo in cui i principi vengono applicati varia a seconda del tipo di investitore. L'aspettativa è che i partecipanti del settore continuino a imparare l'uno dall'altro mentre implementano i principi di impatto³³.

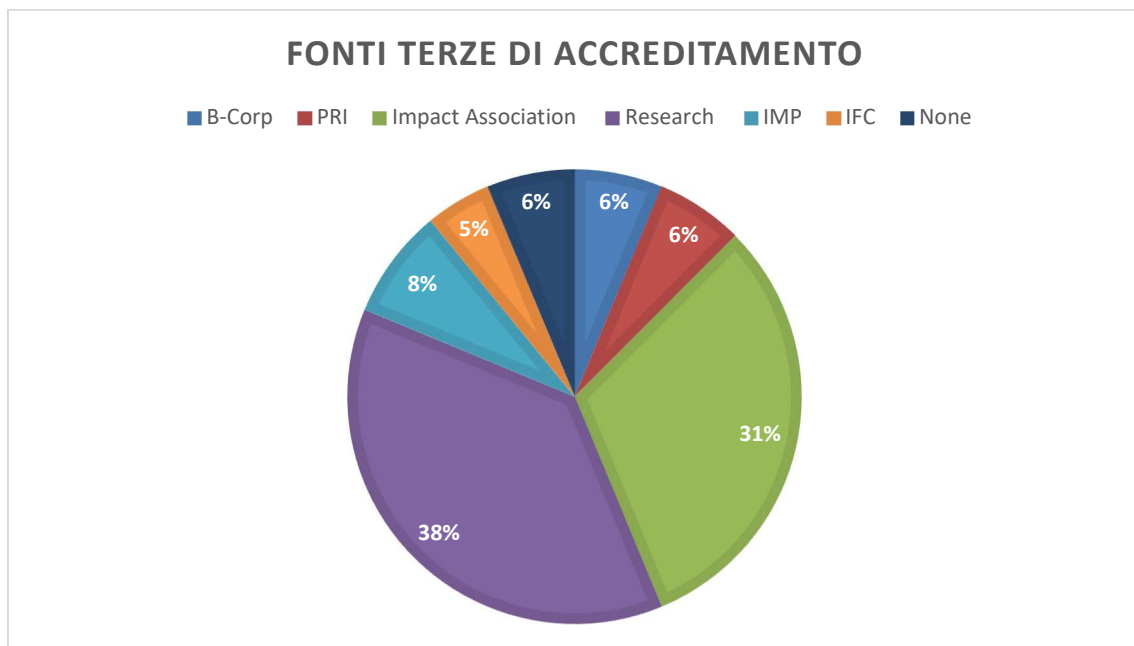


Figura 3.1: Fonti terze di accreditamento | Fonte: elaborazione propria da ImpactAssets50

Dai dati ottenuti emerge una forte collaborazione in ricerche in materia di investimenti a impatto (38%) oltre che partecipazione a comitati direttivi o ruoli di leadership all'interno di associazioni

³² <https://impactmanagementproject.com/impact-management/structured-network/>

³³ <https://www.impactprinciples.org/9-principles>

industriali d'impatto (31%). L'8% partecipa all'Impact Measurement Project (IMP), mentre il 17% si divide tra chi si affida alla certificazione B-Corp (6%), chi risulta essere sottoscrittore dei Principi Uniti per l'investimento responsabile (6%), e chi è firmatario dei principi operativi dell'IFC per la gestione dell'impatto (5%). Il 6 % delle società decide di non ricorrere ad alcuna forma di validazione.

L'attività di reporting non è ancora coerente tra gli emittenti e i confronti sono difficili a causa delle diverse metodologie oltre a considerare la scarsa disponibilità di dati. Tuttavia, gli investitori hanno bisogno di trasparenza e sicurezza riguardo alla qualità dei prodotti oggetto di investimento, come nella finanza tradizionale. È quindi necessario uno sforzo per poter costruire un sistema di misurazione degli *outcome* che riesca a superare le difficoltà legate alla costruzione degli indicatori. Considerando la rapida crescita del settore, ci si può aspettare che la domanda degli investitori spinga al ricorso di framework e standard armonizzati e che queste divengano pratiche comuni a tutti i gestori di fondi di investimento di impatto, rendendo più semplice per emittenti e sottoscrittori confrontare l'impatto tra investimenti vedendone chiaramente il rendimento sociale.

3.1.2 Performance finanziaria

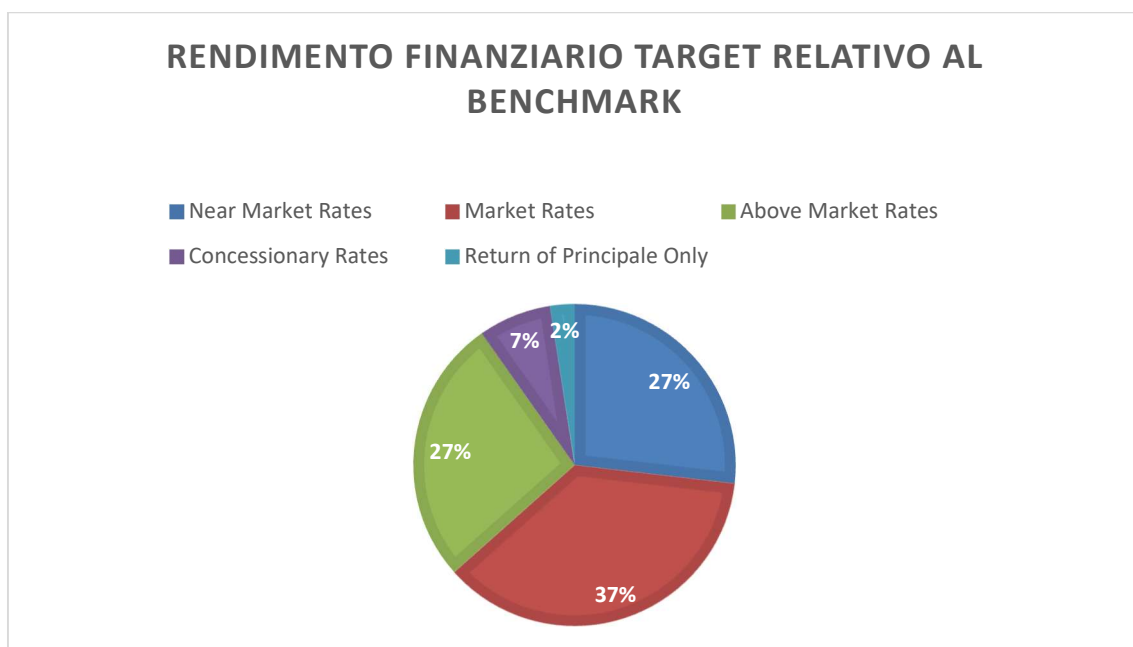


Figura 3.2: Rendimento finanziario target relativo al benchmark | Fonte: elaborazione propria da ImpactAssets50

Esaminiamo ora la performance finanziaria dei fondi di investimento ad impatto in questione. Come risulta dalla figura 3.2, la maggioranza dei fondi offre investimenti che hanno come rendimento finanziario obiettivo relativo al benchmark tassi di mercato (37%), tassi al di sopra del mercato

(27%), o tassi vicini a quelli di mercato (27%). Il 97% del campione ha ottenuto, nei tre anni precedenti alla rilevazione, rendimenti in linea con il target inizialmente prefissati (68%) o ha sovraperformato (27%). Tra i fondi che avevano come obiettivo il tasso di interesse di mercato constatiamo che il 13% ha sovraperformato mentre il resto ha ottenuto rendimenti in linea con il target prefissato (figura 3.3). Solo uno dei fondi con tassi obiettivo superiori al mercato ha rilevato una performance effettiva al di sotto dell'obiettivo laddove la metà della parte rimanente ha offerto rendimenti superiori alle aspettative e come pure quasi il 40% dei fondi con tassi obiettivo vicini a quelli di mercato. Solo uno dei fondi tra quelli presi in considerazione aveva come obiettivo la sola restituzione del capitale e ha reso più del previsto.

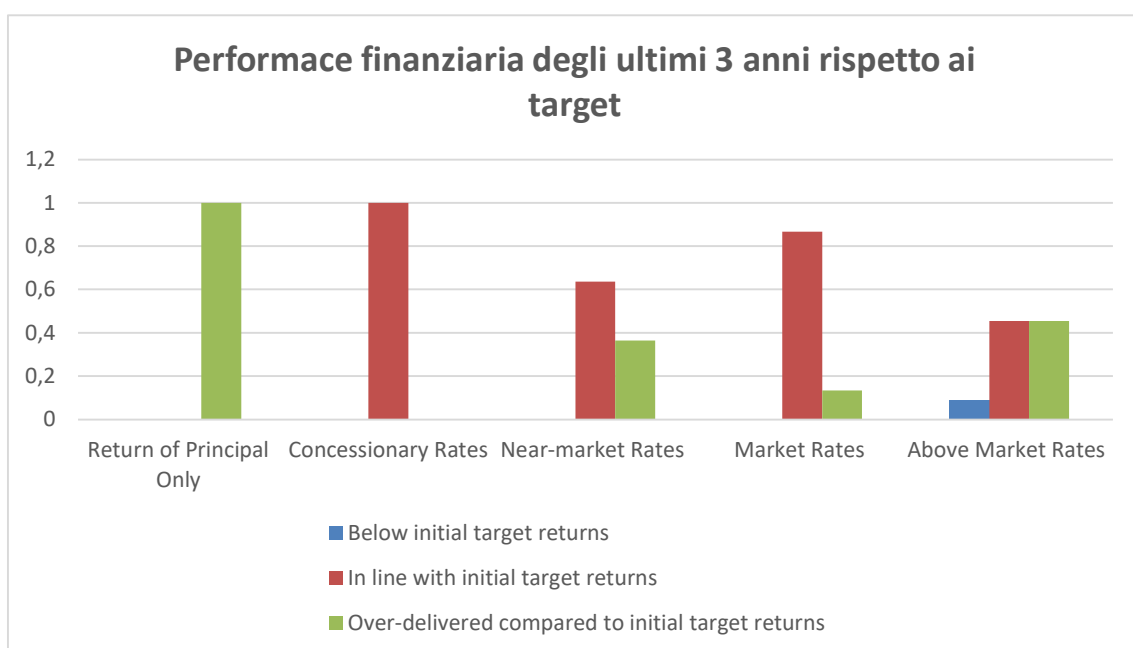


Figura 3.3: Performance finanziaria degli ultimi tre anni rispetto ai target | Fonte: elaborazione propria ImpactAssets50

Appuriamo, dunque, che la maggioranza dei fondi ad impatto restituisce dei tassi di interesse almeno in linea con il mercato, e una parte di essi offre rendimenti superiori, sfatando il mito del trade-off tra rendimento socio-ambientale e rendimento finanziario.

Per portare ulteriori prove, esaminiamo un report di Morningstar³⁴ che riguarda quasi 4.900 fondi domiciliati in Europa, compresi 745 fondi sostenibili aperti e negoziati in borsa. Le categorie selezionate sono state determinate in base alla disponibilità di fondi sostenibili con rendimenti a dieci anni (fino a dicembre 2019). In questa sede esaminiamo la performance dei fondi sostenibili in tre categorie Morningstar europee rispetto ai fondi tradizionali. Definiamo fondi sostenibili i fondi che utilizzano criteri ambientali, sociali e di governance come parte fondamentale del loro processo

³⁴ Morningstar Manager Research. (2020). *How Does European Sustainable Funds' Performance Measure Up?*

di selezione dei titoli e di costruzione del portafoglio, indicano che perseguono un tema legato alla sostenibilità, e cercano un impatto positivo misurabile oltre al rendimento finanziario. Morningstar confronta i rendimenti medi, i tassi di successo (*success rate*) e i tassi di sopravvivenza (*survivorship rate*) dei fondi sostenibili rispetto ai fondi tradizionali in ogni categoria. Per calcolare i tassi di successo, Morningstar utilizza un insieme dei rendimenti dei fondi tradizionali e conta il numero di rendimenti dei fondi sostenibili che si collocano al di sopra di questo livello. In tutti i calcoli, viene tenuto conto dei fondi sostenibili “riproposti”³⁵.

Period	Sustainable Funds		Traditional Funds		Average Returns		
	# at beginning of the period	Survivorship Rate (%)	# at beginning of the period	Survivorship Rate (%)	Sustainable Funds (%)	Traditional Funds (%)	Sustainable Funds Success Rate (%)
1-Year	199	99.0	1,377	95.3	25.7	23.3	75.1
3-Year	140	82.1	1,327	81.2	11.3	9.9	73.7
5-Year	117	76.1	1,265	70.0	7.3	6.1	76.9
10-Year	92	52.2	1,376	45.9	6.9	6.3	67.3

Tabella 3.2: Global Large-Cap Blend Equity |Fonte: Morningstar Research. Dati al 31/12/2019. I rendimenti sono annualizzati ed espressi nella valuta delle categorie.

La prima categoria di fondi sostenibili che consideriamo è la “Global Large-Cap Blend Funds”. I tassi di successo, dei fondi azionari globali sostenibili a grande capitalizzazione che sono sopravvissuti negli anni, sono oltre il 65% in tutti i periodi considerati (tabella 3.2). In ogni periodo, rendimenti medi dei fondi sostenibili di questa categoria sono leggermente superiori rispetto a quelli dei fondi tradizionali, tuttavia, notiamo che nel lungo periodo solo un fondo sostenibile su due (52,2%) è sopravvissuto. Si tratta comunque di un risultato migliore rispetto a quello dei fondi tradizionali (45,9%).

Period	Sustainable Funds		Traditional Funds		Average Returns		
	# at beginning of the period	Survivorship Rate (%)	# at beginning of the period	Survivorship Rate (%)	Sustainable Funds (%)	Traditional Funds (%)	Sustainable Funds Success Rate (%)
1-Year	66	95.5	568	93.0	17.9	18.9	41.3
3-Year	100	95.0	562	83.8	10.6	10.3	60.0
5-Year	39	87.2	571	71.5	4.7	4.6	58.8
10-Year	16	87.5	296	48.0	2.3	2.6	50.0

Tabella 3.3: Global Emerging Markets |Fonte: Morningstar Research. Dati al 31/12/2019. I rendimenti sono annualizzati ed espressi nella valuta delle categorie.

³⁵I fondi “riproposti” sono fondi tradizionali che hanno cambiato gli obiettivi d’investimento durante i periodi analizzato per rendere l’ESG il loro obiettivo principale. Teniamo conto di questi fondi dalla data in cui sono stati riproposti.

Per quanto riguarda la categoria “Global Emerging Markets”, le percentuali di successo dei fondi sostenibili sono state soggette a fluttuazioni nel tempo, passando da 41% nel primo anno fino a 50% a distanza di dieci anni (tabella 3.3). I rendimenti medi dei fondi sostenibili nel primo anno sono stati inferiori rispetto a quelli dei fondi tradizionali mentre negli anni successivi sono stati pressappoco equivalenti. I tassi di sopravvivenza dei fondi sostenibili sono stati più alti di quelli dei fondi tradizionali anche in questo caso, soprattutto nel lungo periodo (87,5% contro 48%).

Period	Sustainable Funds		Traditional Funds		Average Returns		
	# at beginning of the period	Survivorship Rate (%)	# at beginning of the period	Survivorship Rate (%)	Sustainable Funds (%)	Traditional Funds (%)	Sustainable Funds Success Rate (%)
1-Year	69	100.0	340	94.7	5.5	5.6	58.0
3-Year	112	97.3	344	83.4	1.9	1.9	58.5
5-Year	48	91.7	349	74.8	1.8	1.8	62.2
10-Year	30	80.0	259	47.1	3.4	3.5	33.3

Tabella 3.4: EUR Corporate Bond |Fonte: Morningstar Research. Dati al 31/12/2019. I rendimenti sono annualizzati ed espressi nella valuta delle categorie.

Gli investitori in “EUR Corporate Bond” hanno visto le loro probabilità di successo fluttuare nel tempo, le probabilità più basse sono state del 33,3% per gli investitori che hanno acquistato un fondo di obbligazioni societarie sostenibile dieci anni fa (tabella 3.4). Ciò significa che solo tre fondi sostenibili su dieci hanno battuto la media dei fondi tradizionali. Le probabilità di successo sono migliorate fino a raggiungere il 58,0% per i fondi con un anno di vita. I tassi di sopravvivenza dei fondi sostenibili in questa categoria sono stati elevati, soprattutto rispetto a quelli dei fondi tradizionali. Otto fondi sostenibili EUR corporate bond su dieci disponibili dieci anni fa erano ancora in vita alla fine dello scorso anno. I fondi sostenibili considerati hanno tenuto meglio delle loro controparti tradizionali anche durante il primo quadrimestre della crisi pandemica.

Sulla base di questa valutazione delle categorie Morningstar più popolari tra gli investitori sostenibili, possiamo dire che non c'è stata alcuna penalizzazione della performance associata ai fondi sostenibili e che, in effetti, questi hanno fornito rendimenti superiori in media rispetto ai loro pari tradizionali negli ultimi dieci anni. I rendimenti medi e i tassi di successo suggeriscono che non vi è alcun trade-off di performance, al contrario, la maggior parte dei fondi sostenibili ha sovraperformato i loro pari tradizionali su più orizzonti temporali.

3.2 Il caso Sella SGR: primo fondo comune di investimento a impatto in Italia

Investimenti Sostenibili è un fondo comune di investimento istituito nel 1999 e gestito da Sella SGR, società di gestione del risparmio del gruppo Sella. Nato come fondo etico è stato

progressivamente rinnovato fino a diventare nel 2015 il primo fondo comune a impatto in Italia. Nel 2016, per la prima volta in Italia viene pubblicato il Report di Impatto di un Fondo Comune di Investimento, e nello stesso anno, in partnership con LifeGate³⁶, una classe del fondo viene quotata in Borsa Italiana. Dal 2021 il fondo è classificato come prodotto finanziario che ha obiettivi di sostenibilità ai sensi dell'Art. 9 del nuovo Regolamento SFDR europeo³⁷. Il fondo interviene su 8 temi di sviluppo sostenibile che corrispondono a sfide ambientali e sociali, e nel 2020 ha contribuito a 12 dei 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) sanciti dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. Il processo di selezione degli strumenti in cui investe il fondo combina analisi finanziaria, analisi ESG e analisi d'impatto per avere una chiara panoramica degli obiettivi sociali e ambientali degli investimenti. Nello specifico l'analisi di impatto considera la capacità dichiarata di generare valore sostenibile, basandosi su diversi parametri: competizione, inclusione, innovazione, intenzionalità, addizionalità e misurabilità. In sintesi, si valuta la capacità di ogni investimento di creare valore positivo e misurabile per il Pianeta e la collettività e, allo stesso tempo, garantire un rendimento finanziario in linea con il profilo di rischio della strategia di investimento. Il fondo seleziona principalmente tre tipologie di strumenti finanziari: obbligazioni tematiche, quali green bond, social bond, e sustainability bond, titoli azionari emesse da organizzazioni o imprese con un dichiarato impatto ambientale e sociale, e fondi sostenibili. (Sella SGR, 2021)

Il Report di Impatto è un bilancio annuale che illustra i risultati ambientali e sociali raggiunti grazie agli investimenti effettuati dal fondo durante l'anno solare di riferimento. Il fondo Investimenti Sostenibili è il primo in Italia ad adottare questo strumento di informazione che nasce dalla necessità di rappresentare la performance complessiva del fondo in quanto la mera rendicontazione dei dati finanziari è ritenuta riduttiva rispetto alla complessità della strategia. La misurazione dell'impatto avviene attraverso sei passaggi (Sella SGR, 2021):

1. **Classificazione e verifica:** per ogni emittente azionario e obbligazionario vengono analizzate le politiche dell'azienda, i prodotti e servizi offerti e le eventuali controversie presenti. Per le obbligazioni viene controllato che i capitali raccolti vengano utilizzati seguendo standard internazionali, analizzando le clausole di utilizzo ed il framework adottato.
2. **Raccolta dei dati:** vengono consultate fonti ufficiali (es. report di impatto), dati rilasciati da terze parti e altri dati pubblici degli emittenti. Vengono poi categorizzati seguendo la

³⁶ LifeGate nasce nel 2000, ed è una società benefica punto di riferimento della sostenibilità.

³⁷ Articolo 9: Prodotti finanziari sostenibili con un impatto di stabilità come obiettivo dichiarato. Deve essere pubblicata un'informativa sulle modalità con le quali tale obiettivo sarà raggiunto, oltre che sui metodi utilizzati per quantificare l'impatto e le ricadute complessive (indicatori di sostenibilità).

tassonomia fornita dai Green Bond Principles e Social Bond Principles dell'ICMA e, nel caso si ritenga necessario, si interagisce direttamente con l'emittente per reperire il dato.

3. Valutazione dei dati: i dati raccolti vengono analizzati e vengono verificate completezza e coerenza con vari framework internazionali, rispetto ai settori di riferimento ed ai risultati passati degli stessi emittenti. I risultati generati possono essere effettivi o stimati qualora i dati non risultino disponibili o fruibili.
4. Calcolo dell'impatto: per le obbligazioni viene calcolata la media ponderata dei risultati sociali e ambientali raccolti e valutati rispetto a standard di settore, per gli investimenti azionari diretti, i dati sulla riduzione delle emissioni vengono confrontati con l'indice di riferimento azionario di Investimenti Sostenibili, così come per i fondi si utilizzano dati aggregati di ogni singolo emittente. Infine, i risultati così ottenuti a livello di singolo investimento vengono aggregati sulla base di tre variabili: periodo di riferimento, quota investita dal fondo e durata dell'investimento.
5. Trasformazione: i risultati vengono esposti in una veste di facile lettura, e messi in relazione con gli SDGs corrispondenti.
6. Monitoraggio Continuo: l'impatto generato viene monitorato tramite l'aggiornamento continuo dell'intero processo e dei risultati effettivamente conseguiti.

Calcolare gli impatti sociali e ambientali degli investimenti richiede l'uso di metriche specializzate. I dati contenuti nel Report 2020 derivano dall'applicazione della metodologia di MainStreet Partners³⁸, ESG *advisor* di Sella SGR. Il computo dei risultati di impatto complessivi si basa sull'analisi dei risultati extra finanziari realizzati da ogni singolo strumento, definiti in base all'ammontare mediamente investito per il periodo di osservazione calcolato come numero di giorni durante i quali lo strumento è presente in portafoglio e poi aggregati al fine di individuare l'impatto del fondo Investimenti Sostenibili.

³⁸ Fondata nel 2008, MainStreet Partners supporta i suoi partners nella creazione e nella misurazione dei dati extra finanziari di strategie obbligazionarie ed azionarie tematiche, nonché portafogli multi-manager, principalmente nei settori del cambiamento climatico, microfinanza, alimentazione, infrastrutture, salute ed istruzione.

Benchmark	70% Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate, 15% Bloomberg Barclays Euro TSYBills 0-3 Months, 15% Stoxx Global 1800 Total Return Net EUR Index
Categoria Assogestioni	Obbligazionari misti
Indicatore sintetico di rischio/rendimento	
Investimento minimo (Pic)	500,000 €
Investimento minimo (Pac)	50,000 €
Valuta di denominazione	EUR
Periodicità quota	Giornaliera
Avvertenze	Il fondo ogni anno devolve lo 0,5% del proprio patrimonio ad iniziative benefiche.

Tabella 3.5: Caratteristiche fondo Investimenti Sostenibili (A) | Fonte: Sella SGR (n.d.). Fondi comuni- Investimenti Sostenibili

Investimenti Sostenibili è un fondo obbligazionario misto che persegue l'obiettivo di un graduale incremento del valore del capitale investito principalmente mediante investimenti in strumenti finanziari obbligazionari e monetari denominati in qualsiasi valuta e fino al 30% in strumenti finanziari azionari, inclusi i derivati. Inoltre, il fondo contribuisce ulteriormente a finalità etiche devolvendo lo 0,50% del valore complessivo netto annuo ad iniziative benefiche. L'indicatore di rischio e rendimento (tre), calcolato in conformità alla legislazione europea, rappresenta la volatilità storica annualizzata del fondo in un periodo di cinque anni e consente all'investitore di comprendere le incertezze relative alle perdite e ai profitti del suo investimento. Le caratteristiche principali del fondo Investimenti Sostenibili sono rappresentate nella tabella 3.5. (Sella SGR, n.d.)

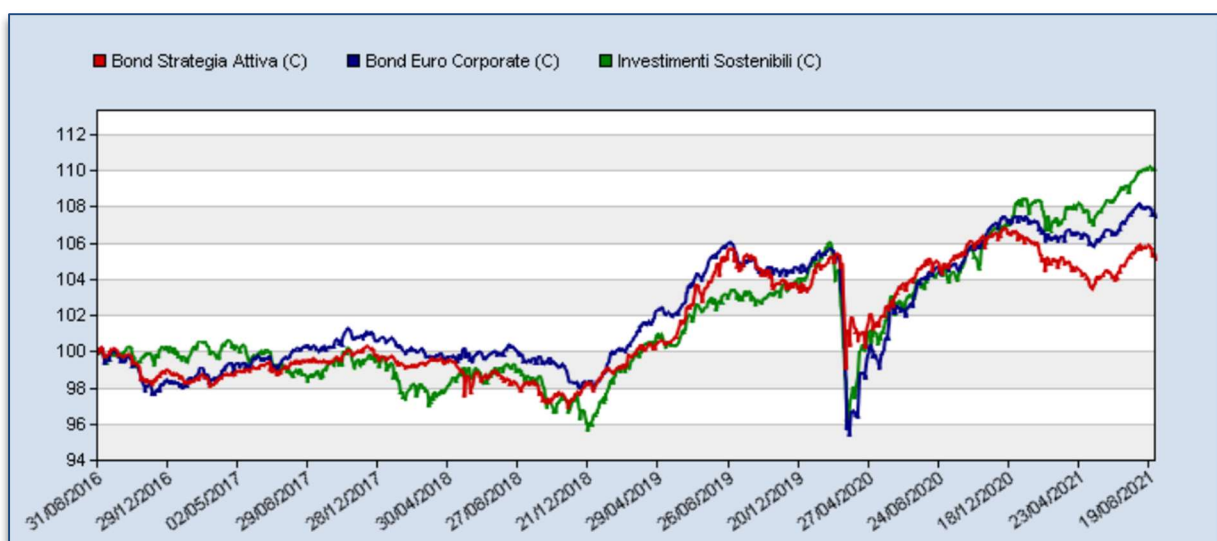


Figura 3.4: Andamento % sulla variazione della quota a base 100 dal 31/08/2016 al 31/08/2021 | Fonte: Sella SGR

Bond Strategia Attiva e Bond Euro Corporate sono rispettivamente un fondo obbligazionario euro governativo di medio-lungo termine, e un fondo obbligazionario euro corporate investment grade che perseguono l'obiettivo di un graduale accrescimento del capitale investito mediante investimenti in strumenti finanziari monetari e obbligazionari denominati in euro. (Sella SGR, n.d.) Entrambi i fondi hanno un profilo di rischio/ rendimento pari a quello del fondo Investimenti Sostenibili e hanno una data di partenza che risale almeno a cinque anni addietro. Nel periodo selezionato, dal 31 agosto 2016 al 31 agosto 2021, tutti e tre i fondi sono soggetti alle medesime fluttuazioni, in particolare tra dicembre 2016 e maggio 2017 il fondo ad impatto ha un andamento leggermente superiore agli altri due, il *trend* si inverte poi fino al 2018 (figura 3.4). Tutti e tre i fondi subiscono una recessione in corrispondenza dell'inizio della pandemia, primo quadrimestre del 2020, specialmente il fondo Bond Euro Corporate che patisce una depressione di oltre dieci punti percentuali sulla variazione della quota. Investimenti Sostenibili è il fondo che ha reagito meglio alla pandemia; infatti, è cresciuto di circa dodici punti percentuali negli otto mesi successivi e dall'inizio del 2021 ad oggi ha registrato una performance superiore rispetto al fondo euro governativo e a quello euro corporate.

3.3 Prospettive dell'*impact investing*: superare le sfide allo sviluppo del mercato

L'ecosistema degli investimenti ad impatto si configura come un insieme complesso di attori e strumenti in cui è necessario il superamento delle barriere allo sviluppo del mercato di cui si è discusso in precedenza. Il superamento di queste barriere non dipende solo dall'azione delle istituzioni, in quanto tutti gli attori del mercato, sia pubblico che privato, hanno un ruolo di rilievo nella sfida allo sviluppo dell'*impact industry*.

Nonostante le prove accademiche indichino il contrario, è ancora molto diffusa l'idea che gli investitori debbano scegliere tra impatto e ritorno finanziario, ed è opportuno che questa percezione negativa venga superata. Abbiamo presentato diverse analisi e ricerche che dimostrano che l'*impact investing* permette agli investitori di ottenere non solo un impatto positivo ma anche rendimenti finanziari comparabili a quelli di mercato, se non superiori; non vi è dunque trade-off tra rendimento socio-ambientale e finanziario. L'investimento d'impatto dovrebbe diventare un'esperienza popolare di consumo e a questo scopo le istituzioni finanziarie dovrebbero fornire assistenza nei processi decisionali di investimento e creare opportune piattaforme che permettano agli investitori di confrontare i prodotti. Potrebbero inoltre attuare progetti in modo da modellare il mercato, come innovazioni finanziarie, sistemi di rating che aiutino a valutare gli investimenti e a stilare *track record*. Al fine di attrarre nuovi capitali, i soggetti pubblici dovrebbero promuovere nuove politiche che favoriscano lo sviluppo di incentivi fiscali e che aumentino la trasparenza sulla

qualità degli strumenti finanziari. Anche la diffusione dei casi di successo e dei loro nuovi modelli consente una generale percezione positiva del fenomeno da parte della comunità e spinga all'investimento. In questo modo si attiva un circolo virtuoso in cui gli investimenti correnti attirano nuove risorse che danno impulso al mercato, aumentandone l'attrattività (Bandini et al, 2021). Un ulteriore punto cruciale, come già delineava il Monitor Institute nel 2009, è lo sviluppo di infrastrutture specializzate e adatte a queste opportunità di investimento, come una borsa sociale separata.

Affinché tutto ciò possa attuarsi a sostegno di questo nascente mercato d'impatto, è necessario che un importantissimo ostacolo venga opportunamente affrontato e superato: la misurazione dell'impatto. Come si è ripetuto più volte, è fondamentale la disposizione di dati e strumenti per quantificare e dare valore all'impatto creato, in quanto se la creazione dell'impatto non è dimostrabile il concetto di *impact investing* diventa discutibile. Ci sono diverse ragioni per cui è importante misurare il valore sociale. Innanzitutto, una maggior trasparenza su questo tipo di investimenti e la disponibilità di valutazioni sugli impatti generati sono necessari per creare la giusta consapevolezza in capo agli investitori e agli intermediari (Martin, 2013). Misurare e comunicare il valore dei risultati sociali aiuta a dimostrare l'importanza del lavoro dell'organizzazione ai finanziatori, agli investitori, alle agenzie governative e alla comunità in generale. Inoltre, valutare gli sforzi passati e presenti incoraggia le organizzazioni a concentrarsi sul miglioramento continuo delle capacità di gestione, diventando più attraente per i clienti. Il processo di misurazione del valore creato aiuta anche la pianificazione strategica e l'allocazione efficace delle risorse, in modo che le società possano concentrare i loro sforzi su ciò che davvero fa la differenza. (Bhatt, Hebb, 2014) L'attività di reporting non è ancora coerente tra gli emittenti e i confronti sono difficili non solo a causa della scarsa disponibilità di dati, ma soprattutto per la moltitudine di metodologie e ipotesi per il calcolo dell'impatto. Tutto ciò può essere scoraggiante per un'organizzazione che inizia, è quindi necessaria una maggiore enfasi sulla progressione verso metriche armonizzate e report coerenti, spinta dalla domanda degli investitori, nonché da un interesse comune da parte di emittenti, sottoscrittori e regolatori. Governi e istituzioni internazionali devono muoversi nella stessa direzione tramite lo sviluppo di specifici piani di azioni a sostegno delle implementazioni di standard universali.

La crisi economica generate dalla pandemia ha determinato una grande mobilitazione da parte di istituzioni finanziarie e agenzie governative verso la finanzia sostenibile e tramite i *social bond* i temi sociali sono sempre più sotto l'attenzione degli investitori. Risulta necessario, pertanto, lavorare ancora sul superamento delle sfide che questo mercato relativamente nuovo si trova ad

affrontare, guidati dalle azioni dei professionisti e la collaborazione tra gli operatori del settore. Nella fase di ricostruzione da questa pandemia e dalla conseguente crisi economica e sociale, vi è un'opportunità unica di creare un modello economico auspicabile per il futuro: sostenibile, inclusivo e resiliente.

Conclusione

Nel corso dell'elaborato sono stati affrontati i temi caratteristici dell'*impact investing*, successivamente sono state indagate le principali barriere allo sviluppo del mercato e una volta individuate sono state analizzate al fine di indagare cosa rimane tuttora da implementare per portare l'investimento ad impatto verso un'esperienza popolare di consumo e riscontrare possibili potenziamenti per uno sviluppo prospero dell'*impact industry*.

Più precisamente, nel primo capitolo si è iniziato definendo la finanza sostenibile nella sua accezione più ampia e ne è stata osservata la crescita a livello globale. Come constatato in precedenza, infatti, temi quali la sostenibilità ambientale e sociale sono diventati preponderanti nell'ultimo decennio, specialmente tra società di investimento della portata di BlackRock. Si è visto che le autorità pubbliche stanno cercando di mettere in atto quadri regolamentari internazionali che promuovano la finanza sostenibile quali l'Accordo di Parigi, i Sustainable Development Goals (SDGs), la Task Force on Climate-related Financial Disclosures e la United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI). Successivamente, è stato approfondito lo stato dell'arte dell'*impact investing*, che si configura come una delle strategie di investimento nell'ambito del *Social and Sustainable Investment (SRI)* e ne sono stati analizzati gli aspetti inerenti alle caratteristiche di mercato, tipologie di investitori e di performance socio-ambientale. Nonostante sia un mercato in crescita esistono numerosi fattori che ne limitano l'evoluzione. Le sfide attuali potrebbero diventare ostacoli persistenti, in particolar modo, l'assenza di metriche confrontabili e universalmente riconosciute, la mancanza di prodotti standardizzati e di *track record* consolidati e la confusione riguardo alla performance finanziaria. In alcuni casi, infatti, viene percepito come un'iniezione di capitale senza rendimento finanziario oppure con tassi inferiori a quelli di mercato e, quindi, non viene considerata come una possibile forma di investimento. Sono state quindi descritte le caratteristiche degli strumenti finanziari più ampiamente diffusi e alcune delle metodologie di misurazione più utilizzate, quali la Global Reporting Initiative (GRI), il Global Impact Investing Rating System (GIIRS), e l'*Impact Reporting and Investment Standard (IRIS)*.

Infine, è stata indagata la performance finanziaria rispetto ai tassi di interesse di mercato e le metriche di misurazione e valutazione dei risultati sociali e ambientali ottenuti da un campione di fondi di investimenti ad impatto selezionato dal database ImpactAssets50. È stata posta l'attenzione sui sistemi informativi accreditati da parti terze per tracciare l'impatto degli investimenti. Ne è emerso che l'attività di reporting non è ancora coerente tra gli emittenti e i confronti sono difficili a causa delle diverse metodologie oltre a considerare la scarsa disponibilità di dati. È quindi necessario uno sforzo per poter costruire un sistema di misurazione degli *outcome* che riesca a

superare le difficoltà legate alla costruzione degli indicatori. Successivamente, sono stati investigati i rendimenti finanziari target dei fondi di investimento, la performance effettiva relativa ai rendimenti finanziari target negli ultimi tre anni del campione estratto da ImpactAssets50. La maggioranza dei fondi ad impatto, nel campione considerato, restituisce dei tassi di interesse almeno in linea con il mercato, e una parte di essi offre rendimenti superiori, sfatando il mito del trade-off tra rendimento socio-ambientale e rendimento finanziario. In aggiunta, tramite un report di Morningstar, sono stati confrontati i rendimenti medi di fondi sostenibili e tradizionali appartenenti alle categorie Morningstar più popolari tra gli investitori sostenibili. I rendimenti medi e i tassi di successo hanno suggerito che la maggior parte dei fondi sostenibili ha sovraperformato i loro pari tradizionali su più orizzonti temporali. Infine, è stato analizzato il fondo Investimenti Sostenibili, gestito da Sella SGR, primo fondo di investimento ad impatto in Italia ed è stato confrontato il suo andamento negli ultimi cinque anni con l'andamento di due fondi non ad impatto con stesso indice di rischio e rendimento. Anche in questo caso è risultato che il fondo ad impatto è soggetto a fluttuazioni simili a quelle del fondo euro governativo e a quello euro corporate, e che nel lungo termine è più resiliente a periodi di crisi come quello pandemico.

Si è visto come il mercato della finanza d'impatto sia ancora un settore emergente, presentante le criticità e le incertezze tipiche di questo stadio dello sviluppo. Più precisamente, ciò che resta ancora da fare è, da un lato, consolidare il panorama della misurazione dell'impatto attorno a un linguaggio comune diffuso ed a una standardizzazione delle pratiche, dall'altro incoraggiare le organizzazioni ad adottare i framework per raggiungere una massa critica di utilizzatori sufficiente a far sì che si possa imporre uno standard. Inoltre, nonostante i risultati dell'analisi svolta dimostrino che la performance finanziaria degli investimenti ad impatto sono in linea con il mercato, se non talvolta al di sopra, è necessario fornire assistenza nei processi di investimento, creare opportune piattaforme di confronto e diffondere casi di successo per eliminare la generale percezione negativa del fenomeno e spingere all'investimento.

Si può dunque concludere che lo sviluppo dell'*impact industry* abbia ancora bisogno di perfezionamento, tuttavia, durante la trattazione, sono emersi anche diversi indizi che segnalano come lo sviluppo di una finanza e di un'economia di impatto stia andando verso la giusta direzione e possano far sperare in un modello economico più sostenibile e inclusivo.

Bibliografia

Amundi Asset Management. (2020). *Social Bond: finanziare la ripresa e la crescita inclusiva a lungo termine*. Investment insights blu paper.

Balbo L., Brusoni M., Caselli S., Vecchi V. (2016). *Principles and practices of impact investing. A catalytic revolution*. New York, Routledge.

Bandini, F.; Pallara, F. (2021). *Impact Investing: Il quadro italiano*. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC), p. 158. ISBN 9788854970489. DOI 10.6092/unibo/amsacta/6636.

Bass, R., Dithrich, H., Sunderji, S., Nova, N. (2020). *The state of impact measurement and management practice*. Global Impact Investing Network. Second Edition.

Bhatt B., Hebb, T., (2014). *A Beginner's Guide to Measuring Social Value*

Chiappini, H. (2017). *Social Impact Funds. Definition, Assessment and Performance*. Palgrave Macmillan. Palgrave Studies in Impact Finance.

Clark C., Emerson J., Thornley B. (2012). *The need for evidence and engagement*. San Francisco, CA/Durham, NC/ Bethesda, MD: Insight at Pacific Community Ventures/Duke University Fuqua School of Business/Impact Assets.

Clark, C; Rosenzweig, W; Long, D; and Olsen, S. (2004). Double Bottom Line Project Report: Assessing Social Impact in Double Bottom Line Ventures Methods Catalog. Columbia Business School.

Commissione Europea. (2014). *Piano d'azione verde per le PMI. Aiutare le PMI a trasformare le sfide ambientali in opportunità di business*. Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni. {SWD (2014) 213 final}

Degroof Petercam. (n.d.). *Investimenti sostenibili e responsabili*.

Dithrich, H., Hand, D., Sunderji, S., Nova, N. (2020). *Annual Impact Investor Survey 2020*. Global Impact Investing Network, 10.

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

Global Impact Investing Network. (n.d.). *Core Characteristics of impact investing*. https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics_webfile.pdf

Global Sustainable Investment Alliance. (2021). *Global Sustainable Investment Review 2020*.

Goodspeed, T., Lawlor, E., Neitzert, E., Nicholls, J. (2009). *A Guide to Social Return on Investment: The SROI Network: Accounting for Value*. ISBN: 978-0-9562274-0-9.

HLEG on Sustainable Finance. (2017). *Financing a Sustainable European Economy - Interim Report*.

International Capital Market Association. (2021). *Green Bond Principals (GBP). Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>

International Capital Market Association. (2021). *Social Bond Principals (SBP). Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Social-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>

Martin M., (2013). *Making Impact Investible*. Impact Economy Working Papers, Vol. 4, 1st Edition

Monitor Institute (2009). *Social & Environmental Impact: A design for Catalyzing an Emerging Industry*.

Morningstar Manager Research. (2020). How Does European Sustainable Funds' Performance Measure Up?

Sella SGR. (2021). *Report di impatto 2020*.

Sella SGR. (2021). *Informazioni chiave per gli investitori (KIID)- Investimenti Sostenibili (A)*.

Starteed. (2020). Il crowdfunding in Italia- Report 2020. <https://www.crowdfundingreport.it/>

Townsend, B. (2020). "From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing". *The journal of impact and esg investing*, 1(1).

Sitografia

Bellini, M. (30 Gennaio 2021). *ESG: cos'è, criteri e guida agli investimenti sostenibili*. <https://www.esg360.it/environmental/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-per-orientarsi-su-environmental-social-governance/> (Accesso: 18 Luglio 2021).

B-Lab. (n.d.). About B Corps. <https://bcorporation.net/about-b-corps> (Accesso: 30 Agosto 2021)

B-Lab. (n.d.). *Certified B Corporations*. <https://bcorporation.net/> (Accesso: 30 August 2021).

BloombergNEF. (11 Gennaio 2021). *Sustainable Debt Breaks Annual Record Despite Covid-19 Challenges*. <https://about.bnef.com/blog/sustainable-debt-breaks-annual-record-despite-covid-19-challenges/> (Accesso: 14 Agosto 2021).

Cabella C., (2020). *ESG: investire oggi per aiutare a cambiare il domani*. <https://www.moneycontroller.it/community/articolo/investimenti-esg-3999> (Accesso: 18 Luglio 2021)

Center for the Theory of Change. (n.d.). Setting standards for the theory of change. <https://www.theoryofchange.org/what-is-theory-of-change/> (Accesso: 27 Agosto 2021)

CNP Partners. (26 Febbraio 2019). *Impact Investing: le scelte di investimento con impatto sociale e ambientale*. <https://www.cnppartners.it/blog/impact-investing/> (Accesso: 20 Luglio 2021).

Commissione Europea. (n.d.). *Entrepreneurship and Small and medium-sized enterprises (SMEs)*. Available at: https://ec.europa.eu/growth/smes_it (Accesso: 22 Agosto 2021)

Etica Funds. (27 Aprile 2011). *Global reporting initiative*. <https://www.eticasgr.com/en/storie/news-events/global-reporting-initiative> (Accesso: 30 Agosto 2021).

Fazzi, F. (30 Giugno 2021). *La Rivoluzione degli Investimenti ESG - Trinità dei Monti*. <http://trinitamonti.org/2021/06/30/la-rivoluzione-degli-investimenti-esg/> (Accesso: 26 Luglio 2021).

Fink, L. (2021). *Lettera ai CEO*. <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/2021-larry-fink-lettera-ceo> (Accesso: 20 Luglio 2021).

Forum per la Finanza Sostenibile. (11 Marzo 2021). *L'Italia ha emesso il primo green bond di Stato-Investi Responsabilmente*. <https://investiresponsabilmente.it/2021/03/11/italia-greenbondsovrano/> (Accesso: 22 Agosto 2021).

Forum per la Finanza Sostenibile. (n.d.). *Cos'è l'Investimento Sostenibile e Responsabile? -Investi Responsabilmente.* <https://investiresponsabilmente.it/cose/> (Accesso: 15 Luglio 2021).

Forum per la Finanza Sostenibile. (n.d.). *Principles for Responsible Investment (PRI) – Investi Responsabilmente.* <https://investiresponsabilmente.it/glossario/pri/> (Accesso: 26 Luglio 2021).

Global Impact Investing Network. (n.d.). *IRIS+ is the generally accepted system for measuring, managing, and optimizing impact.* <https://iris.thegiin.org/> (Accesso: 28 Agosto 2021).

Global Impact Investing Network. (n.d.). *What you need to know about impact investing.* <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing> (Accessed: 23 July 2021).

Global Reporting Initiative. (n.d.). *Get started with reporting.* <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/get-started-with-reporting/> (Accesso: 30 Agosto 2021)

Impact Management Project. (n.d.). *IMP Structured Network.* <https://impactmanagementproject.com/impact-management/structured-network/> (Accesso: 30 Agosto 2021)

ImpactAssets. (2021). *ImpactAssets50- Emerging Impact Manager.* <http://www.impactassets.org/> (Accesso: 30 Agosto 2021)

Operating Principles for Impact Management (n.d.). *The 9 Principles.* <https://www.impactprinciples.org/9-principles> (Accesso: 30 Agosto 2021).

Sella SGR. (n.d.). *Fondi comuni- Bond Euro Corporate.* <https://www.sellasgr.it/sg/ita/prodotti/componenti/SchedaFondo.jsp?code=UB> (Accesso: 31 Agosto 2021).

Sella SGR. (n.d.). *Fondi comuni- Bond Strategia Attiva.* <https://www.sellasgr.it/sg/ita/prodotti/componenti/SchedaFondo.jsp?code=UN> (Accesso: 31 Agosto 2021).

Sella SGR. (n.d.). *Fondi comuni- Investimenti Sostenibili.* <https://www.sellasgr.it/sg/ita/prodotti/componenti/SchedaFondo.jsp?code=ET> (Accesso: 24 Agosto 2021).

Sella SGR. (n.d.). Grafici interattivi. <https://www.sellasgr.it/sg/ita/simulatori/grafici.jsp> (Accesso: 2 Settembre 2021).

Sella SGR. (n.d.). Investimenti Sostenibili- Investire e cambiare il mondo. https://www.sellasgr.it/sg/ita/sostenibilita/investimenti_sostenibili.jsp (Accesso: 24 Agosto 2021).

Task Force on Climate-Related Financial Disclosures. (2021). *About-Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD)*. <https://www.fsb-tcfd.org/about/> (Accesso: 26 Luglio 2021).

United Nations Climate Change. (n.d.). *The Paris Agreement*. <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement> (Accesso: 20 Luglio 2021).

United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI). (n.d.). About us. <https://www.unepfi.org/about/> (Accesso: 20 Luglio 2021)

United Nations Environment Programme. (n.d.). *Sustainable Development Goals*. <https://www.undp.org/sustainable-development-goals> (Accesso: 19 Luglio 2021).

United Nations. (n.d.). *Finance- Department of Economic and Social Affairs*. Available at: <https://sdgs.un.org/topics/finance> (Accesso: 19 Luglio 2021).