



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale (*ordinamento ex
D.M. 270/2004*)

in Economia e Gestione delle Aziende

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

La Misurazione delle Performance nell'Impact Investing

Il caso Garnell SGR

Relatore

Ch.ma Prof.ssa Chiara Mio

Laureando

Francesco Montagner

Matricola 838250

Anno Accademico

2015 / 2016

INDICE

INTRODUZIONE

I. RICOGNIZIONE DELLA LETTERATURA ESISTENTE IN TEMA DI MISURAZIONE DELL'OUTCOME

1.1 L'impatto

1.2 L'Impact Investing

1.3 La misurazione dell'impatto

1.4 Come misurare l'outcome: metodi e strumenti

1.4.1 Principi di misurazione e approcci

1.4.2 I framework per la misurazione

1.4.3 Le critiche ai framework

1.4.4 I costi della misurazione

II. LA PROSPETTIVA DEL PRIVATE EQUITY

2.1 Quando gli investitori usano le metriche sociali

2.1.1 La definizione degli obiettivi di impatto (Value
Definition)

2.1.2 Selezione dettagliata (Due Diligence)

2.1.3 Monitoraggio dell'investimento (Monitoring)

2.1.4 Reporting

- 2.1.5 La misurazione post-investimento (Ongoing Measurement)
- 2.2 I criteri più rilevanti in tema di sostenibilità: il Robin Hood Benefit-Cost Ratio
- 2.3 Una panoramica sul Private Equity

III. UN CASO EMPIRICO: GARNELL SGR

- 3.1 Chi è Garnell SGR
- 3.2 La nuova proposta di investimento etico
- 3.3 Un nuovo pool di metriche
- 3.4 Lo sviluppo della soluzione proposta: la validazione su due casi reali
 - 3.4.1 Antica Macelleria Falorni
 - 3.4.2 Consorzio La Granda
 - 3.4.3 Individuazione dei Fattori Critici di Successo (FCS)
 - 3.4.4 Dai Fattori Critici di Successo agli Indicatori (KPI)

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

SITOGRAFIA

RINGRAZIAMENTI

INTRODUZIONE

Il World Economic Forum 2017, svoltosi all'insegna della "Responsive and Responsible Leadership" è solo l'ultimo esempio in ordine di tempo di come la comunità internazionale si stia rendendo conto della necessità di un cambiamento radicale del nostro sistema economico. Un cambiamento che deve partire dal superamento del sistema capitalistico che ha dimostrato tutta la sua debolezza con la crisi finanziaria del 2007/2008.

Giunto quest'anno alla dodicesima edizione, il WEF ha messo in luce come la disparità dei redditi e della ricchezza sia il trend che influenzerà maggiormente l'economia dei prossimi dieci anni. Da questo, nasce dunque la necessità di rilanciare un nuovo tipo di crescita, una di tipo "inclusivo", perché consapevoli del fatto che la mera crescita economica così intesa dal modello capitalistico non è in grado, di per sé, di rimediare alle fratture sociali.

Il primo step della "ricostruzione" sarà dunque la riforma del modello capitalistico, passando cioè da un modello basato sulla "mano invisibile del mercato" ad uno in cui ricopre un ruolo centrale anche il "cuore invisibile del mercato" (Sir Ronald Cohen, discorso alla Mansion House, Londra, 23 gennaio 2014), deputato ad andare in soccorso di tutti quelli che sono stati penalizzati e dimenticati dalla "mano invisibile".

Negli ultimi anni si è vista dunque la diffusione nel mercato dei capitali di nuovi strumenti di finanza che, oltre al tradizionale trade-off rischio-rendimento, considerano anche le performance in una terza dimensione, quella degli impatti socio-ambientali. Gli strumenti di impact finance si configurano quindi come possibilità concrete di agire in modo responsabile ed inclusivo giocando un ruolo di primaria importanza nella lotta ad un sistema economico che esclude i più deboli abbandonandoli a loro stessi.

Intento della tesi (ed obiettivo dell'azienda che ha supportato questo progetto), è quello di sviluppare un framework di indicatori che consentano di valutare le performance non solo finanziarie, ma anche di impatto socio-ambientale di aziende operanti nel settore dell'agrifood.

A tal proposito, il primo capitolo viene dedicato innanzitutto all'approfondimento del concetto fondamentale di impatto e, di conseguenza, dell'impact investing. Chiarito il campo di indagine, il focus si sposta su quella che è già stata presentata come tematica di primaria importanza, ovvero la misurazione dell'impatto. In questa sede verranno dunque presentati i framework più diffusi, analizzandone singolarmente pregi e difetti.

Nel secondo capitolo verrà poi illustrata la pratica del private equity, al fine di comprendere il contesto in cui il caso concreto si colloca ed, in tale ambito, le varie situazioni in cui le metriche vengono utilizzate.

Infine, nel terzo capitolo, dopo una breve presentazione dell'azienda, vengono illustrate nello specifico le richieste alla base del progetto e di conseguenza la proposta di un nuovo pool di metriche. La trattazione segue dunque validando su due casi reali questo nuovo modello e si conclude, alla fine, con la formalizzazione di un framework di valutazione ad hoc per il caso in questione.

CAPITOLO I

RICOGNIZIONE DELLA LETTERATURA ESISTENTE IN TEMA DI MISURAZIONE DELL'OUTCOME

La crisi finanziaria del 2007/2008 è stata la manifestazione tangibile della crisi della finanza tradizionale, caratterizzata dall'esclusivo interesse per la massimizzazione del ritorno finanziario nel breve termine. È dunque da questo momento che a livello internazionale si è registrato un crescente interesse verso la creazione di valore sociale ed ambientale, oltre al tradizionale ritorno finanziario. Questo cambiamento, dettato dalla presa di coscienza di un continuo aggravamento delle problematiche globali (Paesi "Bottom of the Pyramid", cambiamento climatico, mancanza di welfare, ecc.) è sostenuto da un gruppo eterogeneo di attori, tra cui investitori individuali e istituzionali, imprese, organizzazioni non-profit e governi. Il loro scopo è quello di sostenere lo sviluppo di un nuovo modo di "fare finanza", una "finanza sostenibile", ovvero inclusiva di tutti i soggetti coinvolti nell'economia e che tenga cioè conto delle ripercussioni che l'impresa può provocare in campo sociale, ambientale ed economico.

Per mettere in luce questo impatto e guadagnare quindi fiducia ed interesse da parte degli investitori, sono però necessarie delle "metriche sociali", ovvero una serie strumenti e modelli che devono essere altrettanto importanti, affidabili e rilevanti quanto gli indicatori finanziari, data appunto la natura intenzionale degli impact investment nel generare risultati sociali ed ambientali positivi.

1.1 L'impatto

La definizione di impatto più diffusa è quella proposta da Clark (2004), secondo cui «*by impact we mean the portion of the total outcome that happened*

as a result of the activity of an organisation, above and beyond what would have happened anyway», ovvero definisce l'impatto come la misura della differenza tra gli outcomes creati dalle attività aziendali e gli outcomes che si sarebbero comunque verificati senza le suddette attività. Tuttavia, molti altri autori hanno contribuito alla definizione più ampia di questo concetto; nella tabella sottostante elaborata da Maas e Liket¹ si riportano quindi i vari contributi.

Term	Definition
Social impact (Burdge and Vanclay, 1996)	By social impacts we mean the consequences to human populations of any public or private actions that alter the ways in which people live, work, play, relate to one another, organise to meet their needs and generally act as a member of society.
Social impact (Latané, 1981)	By social impact, we mean any of the great variety of changes in physiological states and subjective feelings, motives and emotions, cognitions and beliefs, values and behaviour, that occur in an individual, human or animal, as a result of the real, implied, or imagined presence or actions of other individuals.
Impact (Clark et al., 2004)	By impact we mean the portion of the total outcome that happened as a result of the activity of the venture, above and beyond what would have happened anyway.
Social Value (Emerson et al., 2000)	Social value is created when resources, inputs, processes or policies are combined to generate improvements in the lives of individuals or society as a whole.
Social Impact (Freudenburg, 1986)	Social impact refers to impacts (or effects, or consequences) that are likely to be experienced by an equally broad range of social groups as a result of some course of action.
Social Impact (Gentile, 2000)	Social impacts are the wider societal concerns that reflects and respects the complex interdependency between business practice and society.

¹ Maas, K., Liket, K., *Social Impact Measurement: Classification Of Methods*, Working Paper, Erasmus University of Rotterdam, 2011

Social Impact (IAIA by Wikipedia, 2009)	Social impacts are intended and unintended social consequences, both positive and negative, of planned interventions (policies, programs, plans, projects) and any social change processes invoked by those interventions.
--	--

Tabella 1. Maas, K., Liket, K., *Social Impact Measurement: Classification Of Methods, Working Paper, Erasmus University of Rotterdam, 2011*

Come dimostrano questi contributi, negli ultimi anni la consapevolezza e l'attenzione riservata agli impatti è aumentata. Già nel 2008, con il parere d'iniziativa "Oltre il PIL: Strumenti per Misurare lo Sviluppo Sostenibile"², il Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE) ha evidenziato la necessità di nuovi metodi per la misurazione della sostenibilità e del benessere al fine di poter rispondere alle odierne sfide sociali.

Quello che si configura dunque come strumento pratico per generare impatti positivi dal punto di vista socio-ambientale è l'impact investing.

1.2 L'impact Investing

Il termine "impact investing" venne concepito nel 2007 in occasione di un meeting organizzato dalla Rockefeller Foundation. In questa occasione un piccolo gruppo di investitori discusse della necessità di creare un settore per l'investimento d'impatto, arrivando poi anche, alla conclusione dell'incontro, a gettare le basi per la fondazione del Global Impact Investing Network (GIIN), che si costituì poi ufficialmente l'anno successivo come organizzazione indipendente.

Il Global Impact Investing Network (GIIN) definisce l'impact investing come «un'attività d'investimento in imprese, organizzazioni e fondi con l'obiettivo (intenzionalità) di generare un impatto sociale e ambientale misurabile (misurabilità) insieme ad un rendimento finanziario (aspettativa di ritorno)».

² Comitato Economico e Sociale Europeo, *Oltre il PIL: Strumenti per Misurare lo Sviluppo Sostenibile*, Parere d'Iniziativa, 30-04-2009

Un’analoga definizione viene data anche da O’Donohue³, secondo il quale gli impact investment sono «investimenti destinati a creare effetti positivi al di là dei ritorni finanziari».

In altre parole, l’impact investing si pone come obiettivo quello di trascinare il mondo del business, ed in particolare la finanza, nella realizzazione di un modello di sviluppo sostenibile. Questo obiettivo si concretizza, ad esempio, con la ricerca di soluzioni ai problemi del pianeta, quali la lotta alla fame nel mondo, lo sradicamento della povertà, l’accesso all’acqua potabile e alle cure sanitarie, il contrasto ai cambiamenti climatici, la riduzione delle disuguaglianze, ecc. (Sustainable Development Goals – ONU, 2015⁴). Si tratta quindi in sostanza di investire in attività, progetti od imprese che siano in grado non solo di contribuire al conseguimento degli obiettivi appena citati, ma anche di offrire una serie di ritorni finanziari agli investitori, che possono andare dalla semplice restituzione del capitale alla remunerazione dello stesso a rendimenti superiori al mercato (vedi sotto in Figura 1).

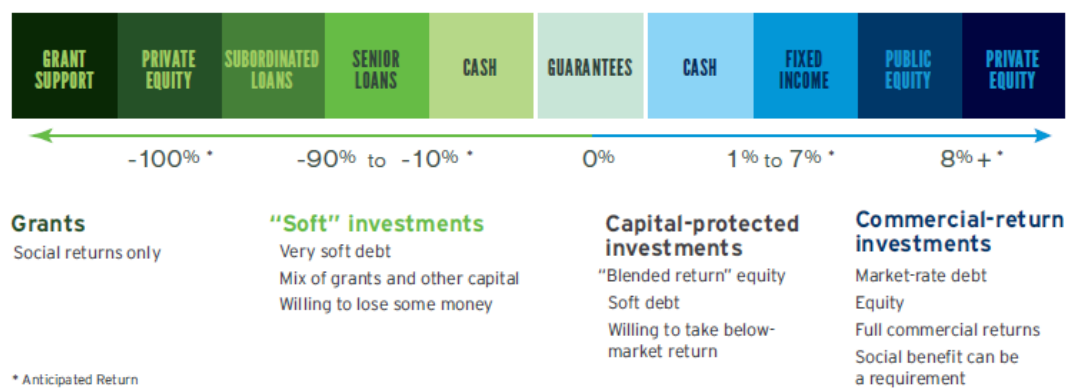


Figura 1. Best, H., Harji, K., *Social Impact Measurement Use Among Canadian Impact Investors, Purpose Capital's Final Report, Febbraio 2013*

³ O’Donohue, N., C. Leijonhufvud and Y. Saltuk, *Impact Investments: An Emerging Asset Class*, J.P. Morgan Global Research, 2010

⁴ L’elenco completo degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibili sono disponibili al link: <http://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>

Nella finanza ad impatto sociale, il driver è infatti costituito dall'obiettivo sociale mentre le architetture finanziarie sono implementate al fine di rendere quell'obiettivo sostenibile e remunerativo⁵.

Al fine di raggiungere più rapidamente gli obiettivi di sviluppo sostenibile è necessario perciò supportare lo sviluppo del mercato dell'impact investing. Gli impact investment che prevedono infatti la semplice restituzione del capitale oppure che non garantiscono nemmeno questa, rappresentano la quota minoritaria degli investimenti (in virtù proprio della caratteristica di liberalità) e da soli non possono garantire un adeguato sviluppo del settore (pochi investitori hanno infatti disponibilità finanziarie così ingenti da potersi permettere di fare "beneficenza").

Inoltre, l'Unione Europea, in riferimento al Single Market Act II⁶, ha stabilito che tutti i soggetti operanti sul medesimo mercato devono confrontarsi ad armi pari: per questo motivo, non deve essere permesso a determinate tipologie di iniziative (nel nostro caso quelle di contenuto sociale) di godere di particolari agevolazioni (equivalenza fra profit e nonprofit).

Per fare in modo quindi che il settore non resti confinato ai soli "grants" o "soft investments", è necessario puntare sullo sviluppo di investimenti che possano offrire anche un rendimento finanziario così da attrarre un più ampio pubblico di investitori. In un tale contesto, dunque, il rispetto del criterio di economicità si configura come una caratteristica chiave dell'investimento.

L'interrogativo più frequente in tema di investimenti responsabili, etici o sostenibili, riguarda perciò i rendimenti: l'essere sostenibili penalizza i rendimenti o no? Secondo un'indagine de "Il Sole 24 Ore"⁷, la risposta non è né "sì" né "no",

⁵ *La Finanza che Include: gli Investimenti ad Impatto Sociale per una nuova economia*, Rapporto italiano al G7, Settembre 2014

⁶ Commissione Europea, *Single Market Act II: Insieme per una Nuova Crescita*, Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, 03-10-2012

⁷ *La Ricetta Ideata Sul Lago Di Como*, in "Il Sole 24 Ore", 31-05-2016, p. 36

ma dipende dalle aspettative. Come definito dal GIIN, infatti, una delle caratteristiche proprie degli impact investment è «l’aspettativa di un ritorno finanziario». Cosa aspettarsi dunque da un impact investment? Un ritorno competitivo in linea col mercato oppure uno più basso di quello medio di mercato (detto in quest’ultimo caso “concessionary” impact investment)?

Per trovare la risposta a queste domande occorre prima di tutto capire chi sono gli impact investor. Come per gli investimenti tradizionali, gli impact investor si distinguono in base alla natura delle loro motivazioni, alle attività, al rischio, alle aspettative di rendimento e agli obiettivi di impatto sociale.

Innanzitutto, una distinzione chiave deve essere fatta tra le motivazioni degli investitori, che possono essere “financial-first” oppure “impact-first”. Secondo la definizione che danno Thornley e Dailey⁸, «gli investitori financial-first cercano di ottimizzare i rendimenti finanziari ponendo però anche un requisito minimo per l’impatto sociale o ambientale. Questi attori sono generalmente investitori commerciali alla ricerca di sottosettori che offrono un tasso di rendimento di mercato e che, allo stesso tempo, producono anche un po’ di benessere sociale». Secondo la classificazione proposta da E.T. Jackson & Associates⁹, rientrano nella categoria degli investitori financial-first le banche, i fondi pensione ed i fondi di finanziamento per lo sviluppo.

Gli investitori impact-first cercano invece di ottimizzare le prestazioni sociali o ambientali, pur mantenendo però un interesse per un ritorno finanziario. Questi investitori sono disposti ad accettare una serie di ritorni, che vanno dalla restituzione del solo capitale ad una remunerazione a tasso di mercato, puntando tuttavia primariamente al raggiungimento del benessere sociale (Thornley et al., 2010). Fondazioni, family office (i family office sono società di servizi che gestiscono

⁸ Thornley, B., Dailey, C., *Building Scale in Community Impact Investing through Nonfinancial Performance Measurement*, 2010

⁹ E.T. Jackson & Associates, *Accelerating Impact: Achievements, Challenges and What’s Next in Building the Impact Investing Industry*, Rockefeller Foundation, 2012

il patrimonio di una o più famiglie facoltose coordinandone la gestione finanziaria ed amministrativa) e fondi di impact investing tendono ad essere classificati come impact-first (E.T. Jackson & Associates, 2012).

La maggior parte degli impact investor hanno comunque entrambi gli obiettivi, finanziari e di impatto, che tentano di bilanciare attraverso le decisioni di investimento. La Tabella 2 (vedi sotto) cerca perciò di riassumere brevemente quanto finora esposto.

Finance First	Impact First
Cercano di ottimizzare i rendimenti finanziari	Cercano di ottimizzare l'impatto sociale o ambientale
Fissano un requisito minimo per l'impatto sociale o ambientale	Fissano un requisito minimo per i rendimenti finanziari
Esempi sono le banche, i fondi pensione ed i fondi di finanziamento per lo sviluppo	Esempio sono le fondazioni, i family office o i fondi di impact investment

Tabella 2. Elaborazione personale

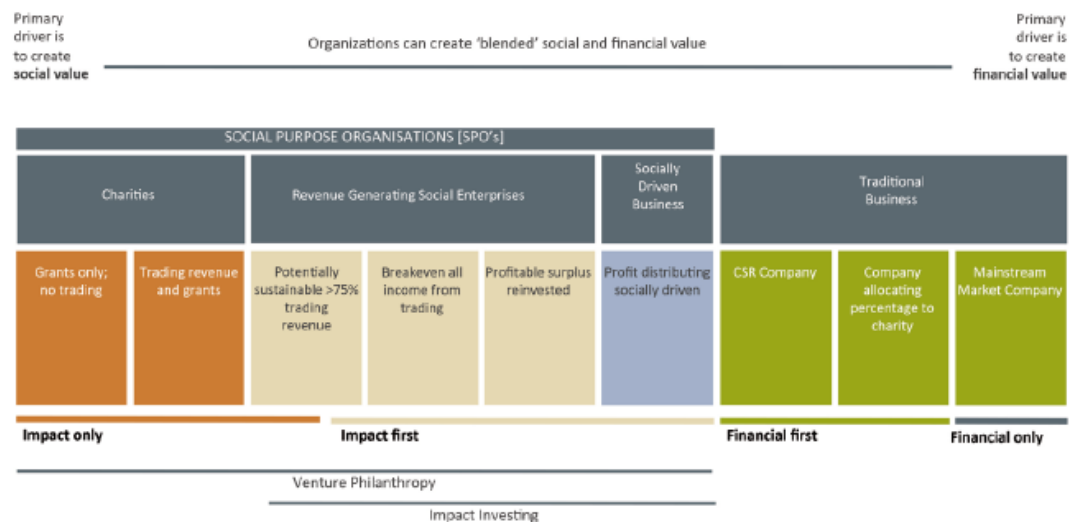


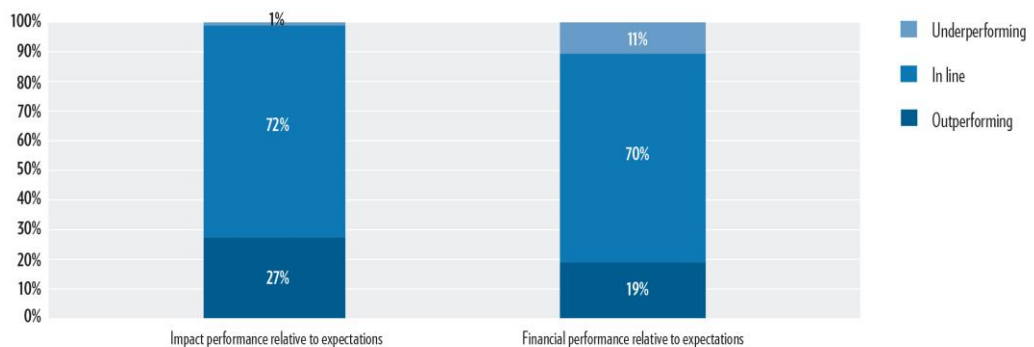
Figura 2. Fondazione Sodalitas, Introduzione alla Finanza Sociale, Quaderno, 2015

Alla luce di quanto detto, dunque, le aspettative sull'investimento sono il benchmark per valutare poi se la performance è stata soddisfacente o meno. Secondo uno studio di J. P. Morgan in collaborazione con il GIIN¹⁰, la maggioranza degli impact investor si attende ritorni in linea coi rendimenti di mercato. Nella realtà, poi, l'indagine (2016) ha rilevato che il 70% degli investitori (- 8% rispetto al 2015) ha effettivamente ottenuto ritorni finanziari allineati alle aspettative, mentre il 19% ha addirittura ottenuto performance superiori alle attese (+ 4%) e solo l'11% ha avuto una sottoperformance (+ 3%).

Performance relative to expectations

COPYRIGHT 2016
Global Impact Investing Network

n = 151; Some respondents chose 'not sure,' and their responses are not included here.



Source: GIIN

Figura 3. <http://thegiin.org/impact-investing/need-to-know>

Concludendo, dunque, a rafforzare quanto finora sostenuto, possiamo citare anche altre analisi, in particolare quelle del GIIN in collaborazione con Cambridge Associates¹¹ e della Wharton School¹² che ribadiscono come gli impact investment si possono ritenere pienamente comparabili ai “normali” investimenti

¹⁰ Saltuk Y., El Idrissi, A. per J. P. Morgan & Bouri, A., Mudaliar, A., Schiff, H. per GIIN, *Eyes on the Horizon. The Impact Investor Survey*, Working Paper, 04-05-2015

¹¹ Matthews, J., Sternlicht, D. per Cambridge Associates & Bouri, A., Mudaliar, A., Schiff, H. per GIIN, *Introducing the Impact Investing Benchmark*, Working Paper, 2015

¹² Gray, J., Ashburn, N., Douglas, H., Jeffers, J., Musto, D., Geczy, C., *Great Expectations: Mission Preservation and Financial Performance in Impact Investments*, Wharton School – Pennsylvania University, 2015

e che, inoltre, la peculiarità di “sostenibilità” non pregiudica un sacrificio nei rendimenti.

L’impact investing si sta dimostrando un fenomeno in costante crescita anno dopo anno, arrivando nel 2015 a valere 60 miliardi di dollari e con una previsione che oscilla fra i 500 ed i 1000 miliardi di dollari per il 2020¹³. Dati confortanti, quindi, che mettono in luce il fatto di come la comunità stia iniziando ad attribuire una notevole importanza alla sostenibilità.

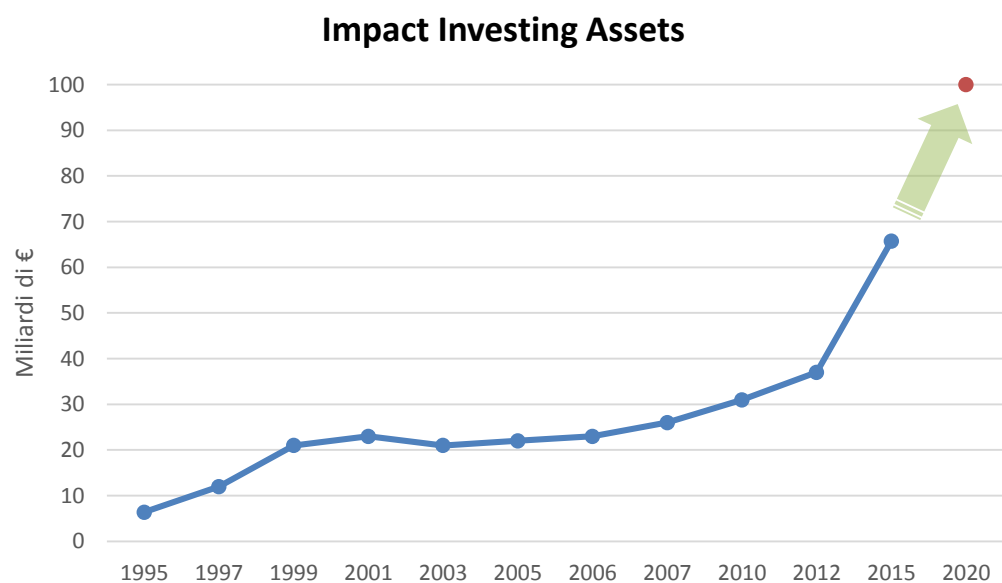


Grafico 1. Elaborazione personale

¹³ *La Ricetta Ideata Sul Lago Di Como*, in “Il Sole 24 Ore”, 31-05-2016, p. 36 & Jackson, E., MacPherson, N., Gariba, S., Ofir, Z., *Slides for the 6th AfrEA Conference*, Accra International Conference Center, 01-2012 & GSIA, *Global Sustainable Investment Review*, 2014

Divisione dell'Impact Investing per Aree Geografiche

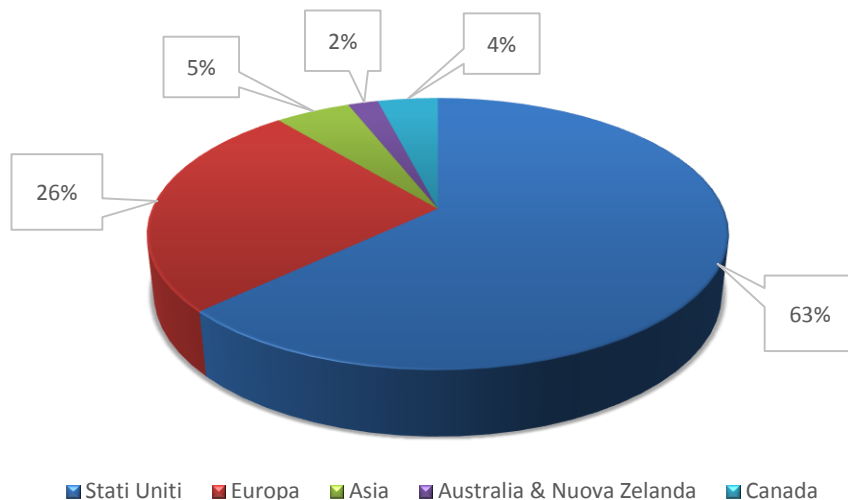


Grafico 2. Elaborazione personale

Secondo un articolo riportato ne "Il Sole 24 Ore"¹⁴, infatti, il 25% dei risparmiatori attribuisce agli aspetti ambientali, sociali e di governance un notevole impatto sulle scelte di investimento ed è perciò opinione diffusa che l'impact investing sia un fenomeno destinato a crescere nei prossimi anni. Secondo lo studio di Martin (2013)¹⁵, vi sono soprattutto quattro motivazioni alla base del cambiamento che sta trasformando il mondo in cui operano le imprese:

- Lo sviluppo atteso del mercato globale dovuto all'entrata dei BOP ("Bottom Of the Pyramid"), ovvero un bacino di 4 miliardi di persone che tuttavia oggi non riescono ancora ad esprimere una domanda a causa del reddito troppo basso (inferiore a 3.000 dollari annui).
- L'esigenza di un consistente aumento dell'efficienza nell'utilizzo delle risorse e una maggior spinta verso la cosiddetta "crescita verde": la *green economy* infatti, oltre a portare una maggiore equità sociale, riduce anche

¹⁴ Incorvati, L., *La Finanza Etica Deve Farsi Conoscere Di Più*, in "Il Sole 24 Ore", p. 11, 05-11-2013

¹⁵ Martin, M., *Driving Innovation through Corporate Impact Venturing: a Primer on Business Transformation*, Impact Economy Primer Series, Vol. 3, 2014

significativamente i rischi ambientali, dovuti per la maggior parte (ma non solo) alla questione energetica (solo in tema di energie rinnovabili si prevede una forte crescita degli investimenti, che passeranno dai 115 miliardi di dollari nel 2008 a 325 miliardi nel 2018).

- La necessità di ripensare lo stato sociale: nel sistema attuale infatti la spesa pubblica è strutturalmente più elevata dei ricavi; occorre dunque un nuovo modello che punti ad un aumento dell'efficienza per consentire al sistema stesso di essere sostenibile.
- Il consolidamento del segmento LOHAS, "Lifestyles Of Health And Sustainability" (uno stile di vita che presta particolare attenzione alla salute ed alla salvaguardia ambientale): i consumatori LOHAS hanno una maggiore disponibilità a pagare per prodotti eco-compatibili e socialmente responsabili (questo segmento è in forte e costante crescita arrivando oggi a valere già oltre 300 miliardi di dollari nel solo mercato americano).

In conclusione, dunque, per la grande finanza l'impact investing può configurarsi come l'opportunità per riguadagnare legittimità e consenso agli occhi della comunità dopo i gravi problemi causati a tutto il sistema economico con la crisi del 2007/2008.

1.3 La Misurazione dell'Impatto

Affinché gli impact investment mantengano la loro credibilità e continuino quindi ad attrarre i capitali necessari allo sviluppo della categoria, vi è però una necessità fondamentale: la misurazione dell'impatto generato. Senza la possibilità di quantificare l'impatto infatti, gli impact investment non hanno motivo di esistere in quanto si qualificherebbero come strumenti della finanza tradizionale¹⁶.

¹⁶ Fondazione Sodalitas, *Introduzione alla Finanza Sociale*, Quaderno, 2015

La misurazione dell’impatto, che va dunque al di là della semplice valutazione degli output diretti generati da un intervento, sta diventando una questione fondamentale per tutti i soggetti interessati. Finanziatori ed investitori istituzionali utilizzano infatti le stime per orientare gli investimenti e per rendicontare ai propri clienti il reale impatto generato dagli interventi. I filantropi stanno iniziando ad essere più selettivi, passando sempre più frequentemente da elargizioni a fondo perduto ad un rapporto che implica un maggior coinvolgimento per stimolare un utilizzo più appropriato dei fondi. Infine, anche le nonprofit che operano nel sociale si sono rese conto che la misurazione dell’impatto non si configura solo come un modo per attirare donazioni e investimenti, ma anche uno strumento decisionale (la misurazione consente infatti di stabilire delle priorità tra i progetti da proporre per un finanziamento) e di monitoraggio finalizzato al miglioramento dei risultati, ovvero alla soluzione dei problemi reali della società.

La scelta di cosa misurare e come procedere alla misurazione diventa invece una scelta strategica case-specific: si procede con la misurazione di solo ciò che conta, ovvero quello che è realmente così importante da influenzare le decisioni strategiche (principio della materialità).

Gli investitori usano perciò le metriche di impatto in modi diversi e tali differenze derivano sostanzialmente dallo scopo per cui essi le utilizzano. «Per certi impact investor la misurazione è importante per dimostrare l’impatto. Altri credono invece che il miglioramento della natura dell’impresa debba essere la priorità di valutazione» (E.T. Jackson & Associates, 2012).

Secondo Golden et al. (2010)¹⁷, «gli investitori principalmente motivati dai rendimenti finanziari (investitori financial-first) che operano nel mercato dei capitali sociali richiedono misure di impatto semplici e facili da capire per l’investitore medio». Al contrario, «gli investitori impact-first richiedono

¹⁷ Golden, K., Hewitt, A., McBane, M., *MaRS Whitepaper Series: Social Entrepreneurship – Social Impact Metrics*, 2010

generalmente strumenti di misurazione sociale o ambientale più sofisticati per quantificare realmente il grado di impatto generato dal loro finanziamento. Gli investitori che cercano, infine, un rendimento misto composto sia da una parte di natura finanziaria che da una parte di impatto sociale/ambientale, utilizzano in genere misure di outcome che sono definite da una finalità sociale specifica per la sua missione sociale e il suo piano di esecuzione».

Queste differenze di finalità fanno dunque sì che gli investitori usino le metriche in modi diversi. Inoltre, come sostengono Thornley e Dailey (2010), «capire le preferenze ed i comportamenti degli investitori è fondamentale per misurare in modo più efficace le prestazioni. Ogni investitore – che si tratti di una banca, un fondo pensione, una compagnia di assicurazioni, una fondazione o un'organizzazione – pone infatti un valore diverso al ritorno non finanziario».

Secondo Mulgan¹⁸, l'estrema complessità della misurazione è dovuta infatti a tre ordini di ragioni:

- In molti dei più importanti campi di azione sociale (per esempio, la prevenzione della criminalità, l'infanzia e la scuola) le persone potrebbero non essere d'accordo su ciò che dovrebbe essere il risultato desiderato. In altre parole, il concetto di valore sociale si intreccia con i valori sociali vigenti nella comunità: per esempio, molte persone sono dell'idea di imprigionare i criminali per punirli, anche quando la carcerazione costa di più e porta meno benefici di quanto non facciano le alternative al carcere.
- La mancanza di una regolamentazione *hard* in campo sociale. Gli esseri umani hanno infatti una mente propria e sono soggetti ad essere influenzati nei loro comportamenti da una molteplicità di forze sociali, psicologiche ed ambientali.

¹⁸ Mulgan, G., *Measuring Social Value*, 2010

- La quantificazione, ovvero in concreto stimare quanti benefici porterà un'azione in futuro rispetto a quanto costerà la sua attuazione ora. Le dimensioni ed i fenomeni di natura socio-ambientale generano infatti costi e benefici che sono spesso oggettivamente difficili da esprimere in numeri e che, inoltre, possono rivelarsi molto eterogenei, quindi difficilmente comparabili.

A prova di ciò, è sufficiente pensare che l'impact investing comprende iniziative attive in settori anche molto diversi fra loro, quali ad esempio, l'istruzione, i servizi finanziari, l'energia, ma anche l'agricoltura, la sanità, o ancora, l'housing sociale. A complicare ulteriormente il quadro, poi, basta aggiungere che tali iniziative possono svolgersi sia in Paesi emergenti, sia in economie industrializzate; variabili, dunque, che comportano differenze assolutamente non trascurabili (Quaderno Sodalitas, 2015).

Per tentare di ovviare a queste problematiche, molti metodi di misurazione del valore sociale utilizzano così dei tassi di sconto, probabilmente nell'errata convinzione che il trattamento di tassi di sconto sociali pari a quelli commerciali consentirà di ottenere metriche di valore sociale più rigorose. Per esempio, con un tasso di sconto del 5%, 100 € di oggi varranno solo 35,85 € in 30 anni, e solo 7,69 € in 50 anni. Seguendo un tale ragionamento però, risulta del tutto incomprensibile il motivo per cui un qualsiasi soggetto attento alle tematiche della sostenibilità dovrebbe utilizzare tassi di sconto che svalutano il futuro; secondo l'autore infatti, «dobbiamo invece sperare che le organizzazioni diano maggior peso agli interessi delle generazioni future di quanto non si faccia oggi».

Come concludono Thornley et al. (2010), «queste differenze sono dunque un ostacolo significativo per ogni tentativo di unire gli interessi, le preferenze e le aspirazioni di tutti gli investitori in una singola pratica di misurazione delle performance non finanziarie a livello di settore». La "proliferazione" di strumenti e

pratiche di misurazione delle performance non finanziarie è dunque perciò solo l'ovvio riflesso dell'eterogeneità delle preferenze degli investitori.

Tuttavia, nonostante le grandi difficoltà finora citate, un esempio di come sia comunque possibile arrivare alla quantificazione dell'impatto sociale è stata presentata dal centro studi dell'Università di Brescia, che ha stimato in quasi 10.000 euro la somma che ogni anno lo Stato risparmia per ogni carcerato che, anziché rimanere in cella, presta lavoro presso una cooperativa sociale (simili stime vi sono anche per invalidi o tossicodipendenti). Un percorso di reinserimento (o di cura o riabilitazione negli altri casi) che crea dunque non solo valore sociale ma, allo stesso tempo, avvantaggia anche i conti pubblici: bisogna considerare infatti che queste persone producono un reddito su cui pagano le tasse e che, inoltre, mentre sono al lavoro non utilizzano infrastrutture, supporti, servizi e sussidi pubblici.

Valutare l'impatto è dunque difficile ma, del resto, indispensabile, in quanto «what gets measured, gets valued». La valutazione dell'impatto rappresenta infatti lo strumento principe di valutazione per l'investimento e dunque di confronto sulle aspettative di ritorno, ma anche in quanto la stima dell'impatto può fungere da strumento di marketing non solo per la promozione dell'azienda stessa, ma anche per lo sviluppo del settore dell'impact investing nel suo complesso. Come sostengono Best e Harji (2013), per poter sfruttare questa "potenzialità" di marketing è però necessario identificare il pubblico a cui si comunicherà l'impatto; come citato nel loro articolo infatti, «siamo sicuri che i nostri investitori riusciranno ad apprezzare i risultati raggiunti se diciamo loro semplicemente che investendo X dollari siamo riusciti a risparmiare Y Kw di energia?». Per comprendere dunque se le metriche selezionate siano comprensibili ai destinatari, bisogna pensare innanzitutto a chi è il pubblico a cui si comunicheranno tali risultati. Se così settate, le metriche possono favorire la costruzione di una cerchia di sostenitori e potenziali clienti che contribuiscono non solo a facilitare lo sviluppo di nuovi strumenti di finanza sociale (Wisener e

Anderson, 2010), ma anche ad attrarre nuovi capitali utili allo sviluppo del settore stesso (Golden et al, 2010 e Thornley et al, 2010).

1.4 Come misurare l'outcome: metodi e strumenti

Proprio come una serie di indicatori finanziari aiutano gli investitori a valutare le opportunità potenzialmente redditizie, a ponderare le decisioni di investimento ed a permetterne il loro controllo, coloro che cercano di ottenere rendimenti non finanziari utilizzano invece indicatori non finanziari. Tali indicatori, che vengono generalmente definiti "metriche sociali", sono spesso utilizzati per analizzare e monitorare i risultati sociali o ambientali (ovvero l'impatto) di un progetto, di un'azienda o di un'organizzazione.

Secondo il parere del 10 dicembre 2013 del CESE¹⁹, «lo scopo della misurazione dell'impatto sociale è misurare gli effetti sociali e l'impatto sulla società determinati da specifiche attività di un'impresa sociale». Un impatto sociale positivo rappresenta infatti l'obiettivo ultimo di un'impresa sociale.

È importante dunque discernere tra i risultati sociali e quelli commerciali dell'impresa: l'oggetto della misurazione deve infatti essere l'impatto sociale e non l'organizzazione stessa.

Per la quantificazione dell'impatto poi, si deve tenere conto anche della dimensione qualitativa, oltre che, ovviamente, di quella quantitativa. È risaputo che i dati quantitativi sono da sempre i preferiti dalla maggioranza degli investitori per la maggiore chiarezza e univocità e, difatti, nella maggior parte dei casi la presenza o la mancanza di metriche fa la differenza fra il 'sì' e il 'no' nella decisione di investimento²⁰. Tuttavia, un gruppo sempre più numeroso di investitori ha notato

¹⁹ Comitato Economico e Sociale Europeo, *La Misurazione Dell'impatto Sociale*, Parere d'Iniziativa, 10-12-2013

²⁰ Lo studio condotto da Best e Harji (2013), ha infatti messo in luce che molti investitori hanno scelto di non investire in un'organizzazione perché quest'ultima non era in grado di dimostrare il suo impatto sociale.

l'importanza dei fattori qualitativi nel processo decisionale: queste "metriche immateriali" riescono infatti a mettere in luce un buon impact investment nonostante non sia possibile darne una quantificazione numerica. Così, una narrativa convincente sull'impatto sociale può avere un enorme valore per molti investitori, in particolare per investitori individuali e fondi di venture capital. Sebbene il campo delle misurazioni sia in continuo sviluppo, alcuni fattori, come appena detto, continuano a rimanere suscettibili di misurazione solo in forma qualitativa. Un esempio è infatti quello di un investitore individuale che ha dichiarato: «seleziono solo le società dove la generazione di un impatto significativo è una parte evidente dell'offerta commerciale. È così ovvio che non c'è poi bisogno di misurarlo» (Best e Harji, 2013). Un altro esempio, sono le qualità dell'imprenditore che spesso si rivelano un fattore chiave nella decisione di investimento. In molti casi accade infatti che gli investitori investano molto di più nella figura dell'imprenditore che nell'impresa di per sé. Le "qualità" individuali della persona possono infatti essere colte ed apprezzate ad esempio, attraverso lo sviluppo di un rapporto personale, l'esperienza o l'affidabilità; dimensioni appunto che risultano ancora impossibili da quantificare numericamente.

Un approccio multidimensionale di questo tipo risulta dunque del tutto imprescindibile per poter valutare il "valore aggiunto" delle attività di un'impresa sociale. Inoltre, va precisato che misurare la creazione di valore non comporta obbligatoriamente l'ottenimento di cifre definitive ma il risultato potrebbe anche presentarsi come una combinazione di cifre e di testo.

Quello che si configura comunque come prerequisito fondamentale per l'adozione di un tale approccio è l'interpretazione condivisa dei concetti basilari necessari per la misurazione dell'impatto sociale. Termini come input, output, effetto ed impatto vengono spesso definiti in maniera diversa a seconda del contesto, ma è fondamentale che tutte le parti interessate condividano un'interpretazione univoca.

Fondata su questi concetti, la impact value chain è un modello che descrive il modo in cui le imprese sociali creano valore non finanziario e dove questo valore può essere misurato. Gli input rappresentano tutte le risorse di cui l'organizzazione si avvale per far svolgere un'attività (un esempio di input può essere il tempo impiegato dal personale per svolgere una determinata attività). Gli output misurano i risultati (in termini di prodotto/servizio offerto) delle attività svolte (un esempio di output può essere il numero di prodotti offerti). Gli outcomes misurano i cambiamenti specifici prodotti dalle attività e dagli output negli atteggiamenti, nei comportamenti, nelle conoscenze, nelle abilità, sulle attività aziendali stesse e sull'ecosistema (ad esempio, quantificando in dieci persone quelle che hanno guadagnato un'occupazione stabile per merito dell'attività posta in essere dall'azienda). Gli impatti si quantificano dunque sottraendo agli outcomes una stima di quello che sarebbe successo senza l'attività posta in essere (riallacciandoci all'esempio precedente, di quei dieci, quattro avrebbero comunque ottenuto un'occupazione stabile; ne risulta dunque che l'impatto creato vale sei). Da quanto detto, dunque, possiamo sottolineare che gli impatti si differenziano dagli altri indicatori per due caratteristiche fondamentali: la forte interdipendenza con l'ambiente esterno (occorre tenere in considerazione cosa "sarebbe comunque successo") e la considerazione di un orizzonte temporale di lungo termine.

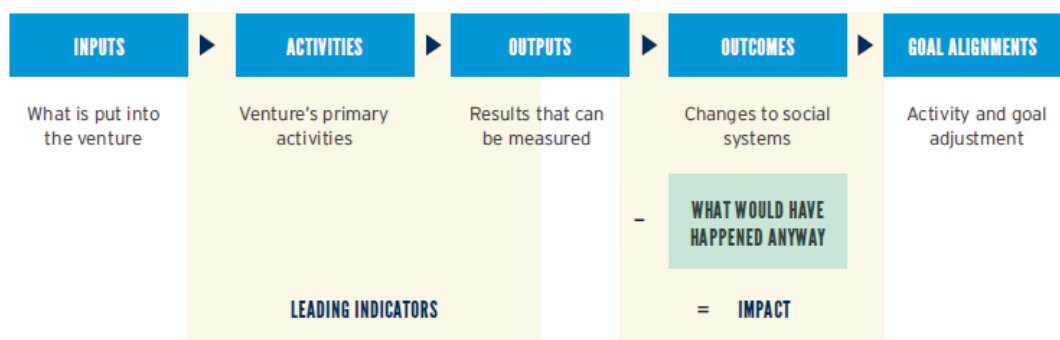


Figura 4. Clark, C., W. Rosenzweig, D. Long and S. Olsen (2004). *Double Bottom Line Project Report: Assessing Social Impact In Double Bottom Line Ventures. Methods Catalog.*

A completare il quadro, possiamo infine aggiungere anche gli indicatori di scenario, che rappresentano l'ambiente esterno all'impresa e quelli di bisogno, che rappresentano le istanze e i bisogni di tutti gli stakeholders.

Parlando di social impact, dunque, dato un certo input (le risorse investite), quello che si punta a misurare non è l'output (ovvero, il risultato diretto conseguito con le risorse investite), ma l'impatto, cioè il reale mutamento che, al netto di eventuali fattori non controllabili, l'attività o progetto oggetto dell'investimento è in grado di apportare alle condizioni di vita delle persone o della comunità. In tema di impact investing si parla infatti di approccio outcome oriented: in base a questo modello, l'obiettivo di un'azione è quello di generare un cambiamento positivo, a differenza della più tradizionale impostazione basata sugli output. Se per quest'ultimo il successo si misura sulla quantità di prestazioni erogate, l'approccio outcome-oriented privilegia invece il cambiamento effettivamente vissuto dai beneficiari (SIIT, 2014).

1.4.1 Principi di misurazione e approcci

Quanto agli strumenti utilizzati per il monitoraggio e la misurazione dello sviluppo sociale, nonostante già nel 2009 il CESE ne avesse sollecitato l'adozione di nuovi con la comunicazione della Commissione "Non solo PIL: Misurare il Progresso in un Mondo in Cambiamento"²¹, da quanto risulta da uno studio di KPMG²² del 2014, il reporting da parte delle organizzazioni riguardo ad outcome ed impatti è tutt'oggi ancora abbastanza debole.

A dispetto del crescente interesse per la misurazione dell'impatto, aleggia infatti ancor' oggi una grande confusione tra gli investitori.

²¹ Comitato Economico e Sociale Europeo, *Non Solo PIL: Misurare il Progresso in un Mondo in Cambiamento*, Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, 20-08-2009

²² KPMG, *Sustainable Insight: Unlocking the Value of Social Investment*, 05-2014

Come sottolineano anche E.T. Jackson and Associates (2012) «l'attuale fase di costruzione del mercato dell'impact investing continuerà probabilmente ad essere caratterizzata da numerose iniziative per la valutazione dell'impatto che operano in parallelo, a volte in conflitto ed ancora altre volte in collaborazione». Una delle sfide principali è rappresentata infatti dalla frammentazione degli approcci e degli strumenti per misurare l'impatto, che ha portato ad una mancanza di coerenza e di trasparenza nel modo in cui l'impatto viene "catturato" e successivamente comunicato. Negli ultimi anni, due standard di misurazione, l'IRIS ed il GIIRS hanno guadagnato visibilità a livello globale anche se, allo stesso tempo, continuano comunque ad esistere una serie di piccole iniziative decentrate.

Gli investitori hanno infatti una varietà di fattori da considerare nel momento in cui decidono quali tipi di parametri usare. Ovviamente, ciò che è preferibile è la misurazione dell'outcome e degli impatti ma, come già spiegato, arrivarne alla quantificazione significa affrontare una molteplicità di difficoltà. Per questo motivo, nella maggior parte dei casi si preferisce optare per delle metriche di output poiché più facili da raccogliere e da standardizzare, misurando invece outcomes ed impatti solo se strettamente necessario. Questo approccio di "selezione" delle metriche, misurando cioè solo per alcuni aspetti outcomes ed impatti, si riflette infatti in una delle principali iniziative di misurazione, l'IRIS (che riflette solo metriche di output).

Per puntare dunque alla costruzione di un sistema di misurazione più affidabile, Thornley et al. (2010) suggeriscono di focalizzare l'attenzione su una più completa ed approfondita comprensione delle preferenze degli investitori anziché nella ricerca di nuove metriche che comunque non risulterebbero "perfette" per tutti gli attori del settore. Di un simile avviso sono anche Best e Harji (2013), secondo i quali il processo di misurazione è complesso e, anche se si riuscisse a trovare una metrica adeguata, sarebbe comunque necessaria un'enorme mole di analisi e di lavoro per dimostrare che una certa percentuale del risultato è legata

ad un determinato intervento. Secondo questi ultimi, dunque, conviene focalizzarsi sulla teoria del cambiamento.

Ne consegue, dunque, che l'approccio "esatto" per la misurazione è definito da una combinazione di variabili strettamente legate all'investitore stesso (quali, ad esempio, la tolleranza sul rischio o il rendimento finanziario desiderato), al settore di investimento, alla geografia e dalla qualità delle informazioni che richiede l'investitore (Olsen e Galimidi, 2008). Gli investitori possono così scegliere di adottare le metriche di outcome solo dove sono strategicamente vantaggiose (per esempio, quando la metrica è essenziale per garantire l'ottenimento di un finanziamento, l'acquisizione di nuovi clienti o il sostegno della comunità) piuttosto che investire tempo e risorse per misurare questi indicatori su tutta la linea.

Inoltre, come fanno notare Millar & Hall²³, occorre ricordare che alcuni strumenti, come il social audit o il benchmarking, hanno avuto origine nel settore profit e sono solo stati adattati a contesti pubblici e no-profit. Essi sono stati originariamente progettati per concentrarsi su modelli di business dove la razionalizzazione, la massimizzazione delle risorse, la crescita del mercato e le misure finanziarie sono l'obiettivo principale (Garengo et al., 2005). A differenza del settore profit invece, nel campo delle imprese sociali l'etica e l'ideologia di business sono particolarmente importanti e firm-specific (Ridley Duff et al., 2011). La diversità delle imprese sociali in termini di attività e strategie si traduce perciò anche nell'impossibilità di utilizzare strumenti di misura universali o standardizzati (Hart e Houghton, 2007).

Dal momento che non c'è dunque la soluzione "one size fits all" per le metriche di impatto sociale, vi è, come già detto, un approccio giusto per ogni investitore. La seguente panoramica riporta alcune delle metodologie di

²³ Millar & Hall, *SROI and Performance Measurement*, 2013

misurazione a disposizione degli investitori e cerca di identificare il profilo dell'investitore più appropriato per il loro uso.

- Metodi di processo: i metodi di processo monitorano l'efficienza e l'efficacia degli output, variabili o indicatori.
- Metodi di impatto: i metodi di impatto tentano di dimostrare gli outcomes incrementali relativi ad un'iniziativa. I metodi di impatto che misurano gli output tendono ad essere più comuni di quelli che misurano gli outcomes (per lo stesso motivo discusso in precedenza riguardo alla semplicità di misurazione degli output rispetto agli outcome). Tuttavia, occorre però ricordare che la misura dell'outcome è molto più significativa per la determinazione del valore sociale creato da un investimento (Wisener e Anderson, 2010).
- Metodi di monetizzazione: i metodi di monetizzazione cercano di monetizzare outcomes o impatti assegnandogli un valore in valuta. Come Wisener et al. (2010) spiegano, «il vantaggio di questo metodo è che consente alle organizzazioni di sviluppare rapporti costi-benefici e rende più semplice il confronto fra le alternative».

1.4.2 I framework per la misurazione

Come sostengono Best e Harji (2013), «molte aziende che entrano in questo campo non hanno mai misurato i loro outcome in precedenza. Non è perciò realistico aspettarsi che le aziende possano tuffarsi subito nella misurazione dell'outcome producendo un risultato affidabile». Per questo motivo, i numerosi framework che sono oggi disponibili sono stati concepiti proprio con l'obiettivo di aiutare le imprese e gli investitori nella misurazione degli impatti.

Secondo la classificazione proposta da Martin²⁴, i framework per la misurazione dell'impatto si dividono in due categorie: quelli elaborati per sostenere direttamente l'impact industry, ovvero l'IRIS e il GIIRS, e quelli che invece hanno finito indirettamente per contribuire allo sviluppo del settore come, per esempio, il GRI (Global Reporting Initiative), lo United Nations Principle For Responsible Investment (UN PRI), lo United Nations Global Compact (UN GC) o, ancora, lo standard ESG.

Come già detto, gli approcci alla misurazione variano a seconda degli investimenti, del settore, della dimensione e per asset class. Di seguito si riporta quindi un elenco dei framework più utilizzati:

- IRIS: fra tutti i framework, il punto di riferimento per l'impact investing è di sicuro l'IRIS (Impact Reporting and Investment Standards). Elaborato e gestito dall'organizzazione internazionale GIIN (Global Impact Investing Network), l'IRIS non è altro che un vasto catalogo di indicatori e definizioni comunemente accettate da tutti gli operatori del settore che consente di valutare e successivamente rendicontare l'impatto sociale degli investimenti²⁵.

L'IRIS è un framework di processo a cui fanno ricorso soprattutto i fondi di investimento per aumentare la standardizzazione e la comparabilità fra le diverse opzioni. Altri vantaggi derivanti dall'uso dell'IRIS sono la coerenza tra gli obiettivi socio-ambientali ed il portafoglio investimenti ma, soprattutto, una migliore comunicazione con gli stakeholders e la semplificazione delle operazioni di reporting nei confronti degli investitori dovuta perlopiù alla maggiore chiarezza che l'utilizzo del framework fa su cosa misurare e come farlo.

²⁴ Martin, M., *Making Impact Investible*, Impact Economy Working Papers Vol. 4, 2013

²⁵ Secondo la definizione del GIIN: «leading impact investors use to measure social, environmental, and financial success, evaluate deals, and grow the credibility of the impact investing industry»

Per decisione del GIIN, il framework è inoltre stato lasciato open source al fine di assicurare una maggior trasparenza ed affidabilità al reporting. Pur non offrendo dunque alcun tipo di certificazione, secondo il GIIN, l'utilizzo dell'IRIS aiuta a gettare le basi per la misurazione dell'impatto. La versione più recente, la 4.0, rilasciata il 22 marzo 2016, comprende più di 550 metriche settate per più di quaranta differenti standard specifici di settore. Tuttavia, nonostante gli ottimi presupposti, molte sono le critiche che sono state mosse all'IRIS. In particolare, il difetto maggiore è costituito dal fatto che le metriche che costituiscono il framework si fermano alla misurazione dell'output. Come affermano Bengo e Ratti²⁶, infatti, le «tassonomie del tipo IRIS raccolgono centinaia di indicatori diversi, non uno dei quali misura un outcome, ovvero un cambiamento nella vita dei beneficiari, non aiutano i confronti tra progetti diversi e supportano più la rendicontazione sociale che non la misura d'impatto vera e propria».

Per questo motivo, all'IRIS si collega il GIIRS (Global Impact Investing Rating System), cioè il sistema di valutazione e rendicontazione degli impatti gestito dal GIIN.

Oggi, come dichiarato nel proprio sito ufficiale (www.iris.thegiin.org), sono più di 5.000 le organizzazioni che si avvalgono dell'IRIS per comunicare, gestire e valutare la propria performance sociale ed ambientale.

- GIIRS: il GIIRS Ratings & Analytics è un framework di processo che consiste in un set di valutazioni di impatto sociale ed ambientale condotto da una terza parte imparziale (B Lab) a cui società e fondi possono decidere di sottoporsi.

Utilizzando una serie di KPI e guidato dalla tassonomia IRIS, il GIIRS valuta aziende e fondi (comprese le società in portafoglio a questi ultimi) su

²⁶ Bengo, I., Ratti, M., *Datemi una Leva...Nuovi Strumenti di Filantropia e Finanza per il Sociale*, in "Impresa Sociale", n. 4, 11-2014, p. 52

quattro aree di performance: governance, trattamento dei lavoratori, ruolo nella comunità ed impatto sull'ambiente.

La valutazione tramite il GIIRS è un servizio a pagamento offerto da B Lab, una no-profit autonoma che ha progettato una piattaforma personalizzabile, la B Analytics, che consente la misurazione, l'analisi di benchmark con altre opportunità di investimento ed il successivo reporting degli impatti (fondi ed imprese che utilizzano la B Analytics possono inoltre scegliere di avvalersi anche della certificazione di B Corporation).

Nonostante la valutazione tramite il GIIRS porti una serie di benefici fra i quali il miglioramento della trasparenza verso gli stakeholders e della gestione dell'impresa nel suo complesso, il framework è stato criticato soprattutto per il suo orientamento centrato sull'investitore piuttosto che sui beneficiari degli impatti (anche l'IRIS ha ricevuto la stessa critica)²⁷ e per la scarsa adattabilità dello strumento ad imprese e fondi no-profit (Best e Harji, 2013).

- ESG (Environmental, Social and Governance): questo standard, generalmente utilizzato da fondi pensione e consulenti, viene utilizzato per valutare il modus operandi di un'impresa sulla base di una serie di criteri ambientali (sostenibilità), sociali (etica) e di governance. Secondo Bassen e Kovács²⁸, questo strumento può essere considerato il punto di riferimento nel campo della valutazione della performance di un'impresa o di un'opportunità di investimento nel lungo periodo e nella valutazione dei rischi; il metodo si rivela infatti particolarmente efficace per queste tipologie di analisi perché consente di "filtrare" le aziende o i settori che sono considerati nocivi per le persone, la comunità e l'ambiente oppure di

²⁷ Salamon, L. M., *New Frontiers of Philanthropy: A Guide to the New Tools and New Actors That Are Reshaping Global Philanthropy and Social Investing*, 2014, Oxford University Press

²⁸ Bassen, A., Kovács, A. M., *Environmental, Social and Governance Key Performance Indicators from a Capital Market Perspective*, 2008

selezionare le società con migliori track record nelle loro performance sociali, ambientali e di governance.

Lo standard ESG consiste in un set di indicatori non finanziari che variano (non sono statici) in funzione al trend ed alle problematiche ambientali e sociali che hanno maggiore importanza al momento della valutazione. In particolare, gli indicatori ambientali mirano a mettere in evidenza la performance dell'organizzazione nei confronti dell'ambiente naturale o, più precisamente, in relazione all'ambiente che viene influenzato dalle decisioni e dalle azioni aziendali. Volendo citare alcuni esempi di questo tipo di indicatori, possiamo ricordare la carbon footprint (emissioni di gas serra) oppure gli indicatori di efficienza energetica o di gestione dei rifiuti.

Gli indicatori di ambito sociale puntano invece a mettere in luce la capacità dell'organizzazione di relazionarsi con i propri stakeholders. Esempi di questa tipologia di indicatori possono essere la qualità dei fornitori rispetto ai principi etici ed ambientali sostenuti dall'organizzazione, la qualità dell'ambiente interno di lavoro (che comprende altri indicatori quali la sicurezza dei lavoratori e il rispettivo tasso di turnover) o ancora, gli interventi a supporto della comunità locale.

Oltre a quanto detto finora, la valutazione ESG tiene conto inoltre anche della governance aziendale, ovvero tutti gli aspetti legati al controllo interno, l'audit (per esempio, l'uso di metodi di reporting trasparenti e accurati), la leadership ed i diritti degli shareholder (per esempio, il coinvolgimento degli azionisti nelle decisioni più importanti).

Nonostante dunque lo standard ESG offra un framework completo per la valutazione di un'organizzazione, vi è però da dire che soffre di importanti limitazioni per quanto riguarda la misurazione dell'impatto: proprio a causa della natura non financial delle metriche (a cui dunque già si associano tutte le difficoltà tipiche del fare affidamento sulle sole misure qualitative) non

risulta possibile misurare nello specifico output, outcomes e di conseguenza l'impatto; inoltre, come visto anche nel caso del GIIRS, l'approccio si rivela centrato sull'investitore poiché il suo uso è limitato al dare un giudizio sull'opportunità di investimento.

Da quanto illustrato dunque risulta perciò evidente come lo standard ESG, nonostante i pregi in materia di CSR, non è adatto ad adempiere al ruolo di strumento di misurazione vera e propria dell'impatto.

- Teoria del cambiamento (Theory of Change): è un metodo di impatto open source che consiste in una descrizione del «processo di cambiamento sociale previsto, dalle ipotesi che guidano il suo design agli obiettivi di lungo termine che mira a raggiungere» (Community Foundations of Canada, 2012). Dal momento dunque che gli impact investor cercano intenzionalmente di generare un impatto con i loro investimenti, una teoria del cambiamento può rappresentare il primo passo nella comprensione della vision, degli obiettivi e delle motivazioni che influenzano il processo decisionale dell'investimento consentendo così, tramite un vero e proprio "cammino" di outcomes intermedi da ottenere per giungere al risultato programmato, di capire come i vari input dell'investimento interagiscano fra loro per fornire rendimenti finanziari e sociali. Questo metodo, caratterizzato da una buona flessibilità alle diverse occasioni di utilizzo e dalla facilità di comprensione, viene utilizzato principalmente da fondazioni e fondi di investimento senza scopo di lucro per chiarire i rispettivi obiettivi sociali, determinare le metriche più appropriate da utilizzare in fase di selezione degli investimenti, mettere in luce i risultati raggiunti in fase di report ed infine, per identificare la direzione di lungo periodo dell'organizzazione. Quanto alle critiche, il punto debole del modello è rappresentato dal fatto che rispecchia il nostro modo di pensare logicamente (cioè, se *a*, allora *b*). La teoria del cambiamento si presenta

dunque non come una previsione di ciò che accadrà, ma di cosa noi crediamo che accadrà. Infatti, nella realtà, dato che gli eventi non accadono in una sequenza in linea retta, si possono verificare degli avvenimenti imprevedibili che fanno saltare la linearità di questa logica rendendo perciò inutile il modello. In tale ottica dunque, una teoria del cambiamento deve essere vista semplicemente come strumento di controllo e valutazione.

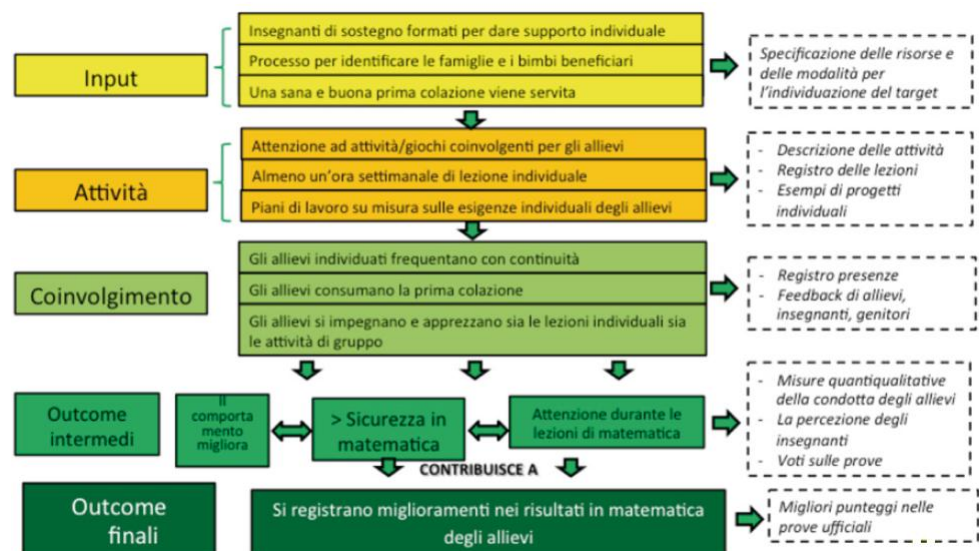


Figura 5. Fondazione Sodalitas, *Introduzione alla Finanza Sociale, Quaderno, 2015*

- Cost-Benefit Analysis (CBA): è una metodologia open source di monetizzazione degli impatti che si basa sulla misurazione ed il successivo confronto fra tutti i costi ed i benefici collegati direttamente od indirettamente agli stessi. In pratica, consiste in un'analisi in cui i costi e gli impatti socio-ambientali di un investimento sono espressi in termini monetari e quindi valutati secondo una o più delle seguenti misure:
 - a. Il valore attuale netto, ovvero il valore complessivo di tutti i costi, i ricavi, e gli impatti sociali scontato per riflettere lo stesso periodo contabile;

- b. Il rapporto costi-benefici, ovvero il valore attuale dei ricavi e degli impatti positivi diviso per il valore attualizzato dei costi e degli impatti negativi;
- c. Il tasso interno di rendimento, ovvero il valore al netto dei ricavi più impatti espresso come un rendimento annuo sui costi totali dell'investimento (Clark et al., 2004).

Solitamente utilizzata da Governi o ONG, anche la CBA soffre di alcune limitazioni, fra le quali la più rilevante per la trattazione in questione è l'incapacità di catturare eventuali impatti indiretti non finanziari (Best e Harji, 2013).

- Sustainable Livelihoods: è un processo di mappatura che misura le attività finanziarie (per esempio, salari, pensioni, debiti e crediti, ecc.), sociali (per esempio, relazioni di fiducia, supporto reciproco, creazione di gruppi informali e formali, ecc.), naturali (per esempio, risorse idriche, terra, biodiversità, ecc.), fisiche (per esempio, infrastrutture per il trasporto, energia, comunicazioni, ecc.) ed umane (per esempio, salute, educazione, conoscenze ed abilità, ecc.) specifiche di un singolo individuo o di una comunità. Il framework, solitamente utilizzato da fondi di investimento no-profit, aiuta quindi ad identificare quali asset devono essere realizzati attraverso l'intervento che si sta programmando e successivamente rivalutare tali attività per misurare il progresso sulla base della riduzione della povertà. Dal punto di vista delle limitazioni all'utilizzo di questo metodo vi è di sicuro la difficoltà di comparabilità fra diverse analisi (Best e Harji, 2013).

Oltre a questi appena citati, per la misurazione dell'impatto sono comunque stati messi a punto moltissimi altri framework quali, ad esempio, l'Impact Framework, il Social Impact Assessment (VIS), l'Outcome-Based Evaluation

o, ancora, l'Outcome Mapping (per un elenco più completo si rimanda al lavoro pubblicato da Maas e Liket²⁹).

Fra tutti però, quello che negli ultimi tempi ha visto una crescita esponenziale nella sua diffusione è l'SROI (Social Return On Investment), ovvero "l'utile sociale sul capitale investito". L'SROI è stato sviluppato nel 1996 dal Roberts Enterprise Development Fund (REDF), un fondo no-profit statunitense con base a San Francisco che ha come obiettivo principale quello di aiutare le persone ad acquisire le competenze necessarie ad ottenere un posto di lavoro (Millar & Hall, 2013). Nel 2004, poi, l'inglese New Economy Foundation (NEF) sviluppa ulteriormente il modello messo a punto dal REDF mettendo maggiormente l'accento sul coinvolgimento degli stakeholders, introducendo il concetto di impact value chain (catena del valore di impatto) e l'utilizzo della "deadweight analysis" (analisi a peso morto), che sottrae al valore degli outcomes una stima di ciò che sarebbe successo a prescindere dell'intervento (Clark et al. 2006). Il framework NEF prevede dunque la pianificazione e l'implementazione di un'analisi SROI, il reporting del risultato raggiunto e, come risultato ultimo, l'incorporazione del processo di analisi SROI nelle operazioni dell'organizzazione.

Secondo il "The SROI Network" (2012), l'SROI è qualificabile non solo come metrica, ma anche come vero e proprio approccio basato su sette principi fondamentali:

- 1) *Involve stakeholders* (identificare e coinvolgere gli stakeholder) anche mentre l'intervento è in corso.
- 2) *Understand what changes* (capire cosa cambia grazie all'intervento), considerando cambiamenti positivi e negativi sia attesi che inattesi.
- 3) *Value the things that matter* (valutare ciò che conta), utilizzando strumenti adeguati come, ad esempio, le proxy finanziarie.

²⁹ Maas, K., Liket, K., *Social Impact Measurement: Classification Of Methods*, Working Paper, Erasmus University of Rotterdam, 2011

- 4) *Only include what is material* (includere solo ciò che è materiale), ovvero ciò che è importante per il cambiamento desiderato.
- 5) *Do not over claim* (non sovrastimare gli outcomes), tenendo in considerazione solo quelli chiaramente riconducibili all'azione.
- 6) *Be transparent* (essere trasparenti), documentando e spiegando le motivazioni che hanno condotto a determinate scelte.
- 7) *Verify the result* (verificare il risultato), meglio ancora se con la collaborazione di terze parti indipendenti.

Sviluppato sulla base dell'analisi costi-benefici (CBA Analysis) e di rendicontazione sociale, l'SROI è un sistema di valutazione che tramite l'analisi di input, output ed outcomes porta al calcolo di un valore monetario dell'impatto (Andrews, 2009). Assegnando un valore monetario ai rendimenti sociali ed ambientali, si riesce così a dimostrare la creazione di un valore più ampio (Rotheroe e Richards, 2007) rispetto a quanto fanno le analisi convenzionali (New Economic Foundation, 2009).

La differenza fondamentale tra una CBA e l'SROI è che l'SROI tenta in modo specifico di coinvolgere gli stakeholders in ogni fase (Arvidson et al., 2010) attraverso la valutazione di quanto essi apprezzino il servizio (New Philanthropy Capital, 2010).

Dal punto di vista pratico, l'SROI consiste in un numero di sintesi ottenuto dal rapporto fra la stima ex-ante del valore sociale che si pensa di riuscire a generare e l'ammontare dell'investimento finanziario necessario a generare quell'utile, attualizzando poi al valore odierno dell'investimento (ad esempio, un rapporto di 3:1 indica che un investimento di 1€ restituisce 3€ di valore sociale).

$$SROI = \frac{\text{Net Present Value of Benefits}}{\text{Net Present Value of Investment}}$$

L'uso di proxy monetarie offre infatti diversi vantaggi pratici:

- Rende più facile allineare ed integrare i sistemi di gestione delle performance con i sistemi di gestione finanziaria;
- Favorisce la comunicazione con gli stakeholder interni;
- Induce trasparenza poiché mette in luce sia i valori che sono stati inclusi che quelli che non sono stati inclusi;
- Permette un'analisi di sensibilità mettendo in luce quali sono le variabili più importanti (il risultato è maggiormente influenzato infatti da cambiamenti di alcune variabili rispetto ad altre);
- Aiuta ad identificare le fonti critiche di valore e ad ottimizzare quindi la gestione (European SROI Network, 2009).

L'SROI è dunque simile a quello che per una tradizionale attività economica viene espresso dal ROI (Return On Investment), di cui appunto, lo SROI richiama anche nel nome.

L'SROI può essere utilizzato sia per quantificare il valore sociale generato dall'intera organizzazione, oppure concentrarsi solo su un aspetto specifico. Principalmente utilizzato in ambito economico-finanziario, questo indicatore può essere impiegato sia ex-ante in fase di screening degli investimenti (in questo caso si parla di SROI "previsionale") come strumento per guidare la scelta fra le diverse opportunità in base alla loro performance sociale, sia ex-post valutando la performance (SROI "valutativo").

I principali potenziali benefici collegati all'uso dell'SROI per la misurazione dell'impatto si possono riassumere in una migliore comunicazione, un processo decisionale più efficace, una migliore capacità di concentrarsi sulle questioni importanti ed una maggiore chiarezza sulla governance.

Per quanto riguarda la comunicazione, l'SROI risulta efficace in quanto fornisce sia dati quantitativi attendibili che informazioni qualitative e narrative, consentendo dunque di "parlare" a tutti i diversi gruppi di stakeholders. Una migliore comunicazione consente inoltre di attivare forti relazioni tra

l'organizzazione e gli investitori che la sostengono (Social Ventures Australia Consulting, 2012). Da questo ne risulta migliorata di conseguenza anche la governance, che sarà perciò più in linea con le esigenze degli stakeholders stessi.

L'SROI dunque può fornire non solo l'opportunità alle imprese di dimostrare la loro efficacia in campo socio/ambientale, ma anche creare un vantaggio competitivo consentendo di prendere decisioni più informate (Ryan e Lyne, 2008). Se l'SROI viene utilizzato per la pianificazione, e non come strumento di revisione, l'attenzione per gli stakeholders può evidenziare le interrelazioni ed aiutare così a definire le attività con maggiori sinergie, aumentando di conseguenza il valore sociale previsto. Inoltre, gli indicatori monetizzati possano essere di aiuto ai manager per analizzare cosa succede se si cambia la strategia, permettendo così loro di capire se la strategia è ottimale o se ci può essere un mezzo migliore di utilizzare le risorse (consente di concentrarsi sulle questioni più importanti focalizzando l'attenzione sugli impatti critici). L'SROI è stato quindi sostenuto per consentire alle organizzazioni non solo di capire ciò che non funziona al loro interno e di avvalersi quindi di questo strumento per migliorare il sistema di gestione, di monitoraggio e la strategia (SVA Consulting, 2012), ma anche in quanto può configurarsi come strumento interno per l'apprendimento organizzativo, consentendo al personale di analizzare e migliorare il servizio prestato (Arvidson 2009; New Philanthropy Capital 2010).

Dal lato dell'investitore, l'SROI può rivelarsi utile per scegliere gli investimenti che sono meglio allineati ai loro obiettivi di valore. Il concetto di ritorno sociale può infatti aiutare le persone a vedere una qualsiasi forma di supporto all'organizzazione più come un investimento che come una donazione, spostando dunque l'attenzione sulla creazione di valore e lasciando in secondo piano lontano la considerazione del rischio e del costo-opportunità di utilizzo del denaro.

Per questi motivi, dunque, l'SROI è oggi considerato uno degli approcci più completi per la misurazione della sostenibilità (Williams et al., 2009).

Nonostante questi vantaggi però, la letteratura (in particolare la ricerca di Sheridan, 2011) richiama l'attenzione sulla diffusione limitata degli strumenti di misurazione, tra cui l'SROI (Nicholls, 2007, Peattie e Morley, 2008). Oltre all'enorme quantità di tempo e risorse necessarie, vi sono diverse questioni pratiche alla base del motivo per cui le imprese non utilizzano l'SROI e altri strumenti di misurazione. Fra questi vi sono in particolare la difficoltà di attribuire un valore finanziario ad outcomes ed impatti "soft" come la fiducia, l'autostima o il miglioramento delle relazioni familiari (Sheridan, 2011, Ainsworth, 2008) e che implicano perciò giudizi di valore soggettivi (Lingane e Olsen, 2004; Thomas, 2004).

Uno dei pericoli che possono manifestarsi con l'uso dell'SROI è che le persone possano concentrarsi troppo sulla monetizzazione senza seguire il resto del processo, che è invece fondamentale per dimostrare l'impatto e il miglioramento delle operations aziendali. Un'organizzazione deve avere infatti chiara la sua mission ed i suoi valori per capire come le sue attività possano cambiare il contesto in cui essa è inserita. Pertanto, se un'organizzazione cerca di monetizzare il suo impatto senza aver considerato questi fattori ed i suoi stakeholders, rischia di scegliere indicatori inadeguati per l'audience di stakeholders a cui punta a comunicare; di conseguenza dunque, l'SROI può risultare scarsamente significativo o addirittura frainteso. L'analisi SROI non deve perciò essere limitata ad un numero, ma deve essere vista come un quadro di riferimento per l'esplorazione dell'impatto sociale di un'organizzazione, in cui la monetizzazione svolge un ruolo importante ma non esclusivo.

Infine, l'SROI richiede all'organizzazione di avere una buona base di conoscenze e di proxy finanziarie: tenere in considerazione il "cosa sarebbe successo in ogni caso" (dato che è raramente disponibile) rappresenta solo l'ennesima difficoltà che può indurre ad ulteriori errori di calcolo (New Philanthropy Capital, 2010). L'incoerenza

e l'inaffidabilità dei dati si traduce quindi in una scarsa attendibilità dell'SROI (New Philanthropy Capital, 2010) nonché nell'impossibilità di comparare SROI di diverse organizzazioni (Ryan e Lyne, 2008).

Accanto a queste difficoltà pratiche, persistono poi anche altre problematiche di non poca importanza: per l'implementazione dell'SROI è necessaria infatti una notevole quantità di tempo e di competenze specialistiche (Gair, 2009; New Philanthropy Capital, 2010), a maggior ragione inoltre se il calcolo dell'SROI viene fatto per la prima volta senza che l'organizzazione abbia già in atto un sistema di contabilità sociale. In questo caso, le dimensioni organizzative contano, perché solo le organizzazioni di maggiori dimensioni (e quindi con maggiori risorse a disposizione) sono in grado di farsi carico della misurazione della performance (Zimmerman e Stevens, 2006). Lingane e Olsen (2004) notano infatti che le organizzazioni di dimensioni più modeste tendono a non spendere tempo e risorse sulla valutazione d'impatto a meno che non sia visto come fondamentale dai loro investitori. Millar e Hall (2013) riportano ad esempio il caso di una società che ha reso noto di aver speso 45.000 £ per il calcolo dell'SROI. In risposta, una piccola società ritiene che, al di là di non potersi comunque permettere di spendere una tale cifra per la valutazione dell'impatto, anche potendo preferirebbe spendere quei soldi per fare del bene. Secondo questa azienda dunque, il calcolo dell'SROI «ti fa sentire bene, ma in realtà non porta ad un ritorno migliore». Questa affermazione mette dunque in luce quello che è il sentimento più diffuso fra le imprese, ovvero che la misurazione è vista più come un peso, piuttosto che come un'attività utile o addirittura una fonte di vantaggio competitivo (Social Enterprise Partnership UK, 2003).

Un ultimo punto di debolezza del framework SROI è costituito dal fatto che l'SROI, facendo parte della categoria dei sistemi "open source", non dispone di nessun accreditamento esterno: non vi è infatti alcun riconoscimento esterno o marchio che garantiscano il rispetto delle indicazioni del framework durante il processo di

calcolo. In sostanza manca il processo di asseverazione, ovvero quello che invece è presente nel GIIRS. D'altro canto occorre però essere consapevoli che una trasformazione in sistema proprietario innalzerebbe ulteriormente i costi per l'utilizzo di tale framework (pagamento delle *fee* di utilizzo).

Proprio per la mancanza di un ente certificatore della "bontà" dell'indicatore, alcuni studi hanno evidenziato che talvolta i rapporti di valutazione d'impatto non vengono neanche presi in considerazione dai finanziatori in sede decisionale (Arvidson, 2009) a causa della scarsa attendibilità dell'espressione del valore sociale in termini finanziari (New Philanthropy Capital, 2010).

Riassumendo, l'accuratezza degli standard finora esposti è assicurata dalla presenza delle cinque caratteristiche³⁰ ritenute necessarie dall'OCSE per la corretta misurazione dell'outcome. Essi sono infatti:

- Predefiniti: gli impact investment devono avere uno scopo predefinito; in caso contrario, non solo gli investitori non possono fissare delle aspettative su questi ma non risulterebbe poi nemmeno possibile la valutazione dei risultati (deve essere disponibile una misura ex-ante ed una ex-post).
- Misurabili: non è necessario che la misurabilità sia intesa a livello monetario (come è invece richiesta nel caso dei SIB); vi sono infatti altri indicatori non monetari, quali ad esempio, la qualità della vita (per esempio, la riduzione della povertà), la riduzione del rischio (per esempio, la riduzione della criminalità) o, ancora, l'aumento dell'efficienza (per esempio, un minore utilizzo di servizi d'emergenza), che possono essere stimati tramite proxy consentendo così la misurazione dell'outcome.
- Validi: una misura valida rappresenta in modo accurato il risultato raggiunto; questa caratteristica si rivela ancor più fondamentale nel caso delle misure proxy per eventuali outcome che rientrano nella categoria "hard to measure".

³⁰ OECD, *Social Impact Investing: Building The Evidence Base*, OECD Guide, 2015

In questo caso, dunque, per la validazione delle misure potrebbe essere utile la convalida tramite misure pilota al fine di assicurarne la non distorsione.

- Ripetibili: per determinare il risultato o la redditività di un'attività relativa ad un periodo di tempo, è necessario che le misure siano ripetibili (solo la ripetibilità garantisce l'accuratezza). Inoltre deve essere garantita anche la non influenzabilità delle misurazioni (indagini o valutazioni precedenti non devono influenzare le future misurazioni).
- Indipendenti (anti-distorsioni): la fissazione degli obiettivi potrebbe incentivare la selezione di quelli più facili da misurare, cosa che però porta sì ad un cambiamento, ma in modo diseguale (ne risulta lesa l'inclusività) creando così ulteriori problemi sociali. Al fine di valutare dunque il "vero cambiamento", è necessario prevedere almeno anche una misura che valuti l'inclusività dell'intervento; la caratteristica principale di tale misura deve essere l'indipendenza dalle misure che valutano il raggiungimento degli obiettivi prefissati.

1.4.3 Le critiche ai framework

Le più comuni critiche mosse dalla letteratura a questi framework riguardano una serie di limitazioni quali ad esempio, la comparabilità, la standardizzazione ed un'eccessiva macchinosità.

Tra gli investitori, vi è infatti un desiderio di comparabilità e di coerenza nella misurazione. Come denota Clark (2004), infatti, «negli affari, abbiamo stabilito dei principi generalmente accettati di contabilità ed un'infrastruttura giuridica internazionale per quantificare i ritorni finanziari. Uno standard analogo per la contabilità sociale non esiste ancora».

Nonostante la presenza di una vasta gamma di standard, infatti, molte imprese utilizzano un sistema di misura personalizzato e/o proprietario. Gli investitori scelgono di utilizzare metodi di misurazione personalizzati per diversi

motivi: in primo luogo, come affermato in precedenza, le preferenze degli investitori si differenziano in modo significativo, il che si traduce di conseguenza nella necessità di misurare indicatori anche molto diversi fra loro. La maggior parte degli investitori che optano per soluzioni personalizzate lo fanno infatti perché hanno ritenuto i framework standard esistenti non idonei a soddisfare le loro esigenze a causa della natura e della diversità dei loro investimenti. Inoltre, l'analisi ha messo in luce come questi soggetti non si limitino semplicemente ad usare un sistema non-standard, ma ne portino anche avanti costantemente lo sviluppo e il miglioramento grazie all'affinamento tramite l'esperienza sul campo.

Se dunque da un lato con la personalizzazione vi è stato un miglioramento dell'accuratezza della misurazione dell'outcome, al rovescio della medaglia vi è però da dire che questa tendenza ha portato alla moltiplicazione dei metodi di misurazione causando così spesso la confusione dell'investitore in merito al valore della misurazione. Alcuni investitori percepiscono infatti la mancanza di comparabilità come una lacuna dei frameworks esistenti e vedono perciò la necessità di adottare degli standard di misurazione: essi hanno così proposto di costruire un accordo sull'importanza delle metriche affinché il settore possa crescere intorno ad un insieme comune di norme. Dall'altro lato, invece, altri investitori temono che una maggiore standardizzazione delle metriche porterebbe semplicemente alla definizione di un nuovo standard che si rivelerebbe, però, ancora una volta inutile (per il già citato motivo della differenza nelle preferenze).

1.4.4 I costi della misurazione

Il ricorso a framework elaborati da terze parti è dovuto principalmente ad una di queste due ragioni (o ad entrambe): la prima è la mancanza di capacità e/o competenze del soggetto che vuole impegnarsi nella valutazione dell'impatto creato, la seconda è la volontà di conferire una maggiore credibilità ai dati tramite l'asseverazione di un soggetto indipendente. La convalida è infatti importante

perché il pubblico sappia che una terza parte ha condotto la valutazione e non solo l'investitore/impresa stessa.

In questi casi dunque, i fornitori dei servizi di asseverazione, in quanto terze parti indipendenti, possono aiutare ad alleviare la pressione che la misurazione può mettere sull'impresa o sugli investitori.

La misurazione è però un processo costoso e ad alta intensità di risorse, in particolare per le imprese per le quali la misurazione delle performance non finanziarie può non essere una core competence (Thornley et al., 2010). Gli investitori vogliono infatti vedere la prova tangibile che gli investimenti fatti nella misurazione dell'impatto di un'organizzazione sarà utile e conveniente per lo sviluppo dell'impresa (Golden et al., 2010). «Per molti investitori, i costi superano i benefici sia della misurazione che del reporting dei rendimenti non finanziari» (Thornley et al., 2010).

Con limitate risorse disponibili, molti investitori sono riluttanti a dedicare tempo alle operazioni di misurazione sottraendolo alle operations. Come un investitore ha detto, «è un compromesso: dobbiamo decidere se spendere soldi per la misurazione degli impatti o per mantenere a galla l'impresa»³¹.

Costruire la capacità di misurare e rendicontare l'impatto, sia internamente che esternamente, è costoso. La raccolta e la gestione dei dati di impatto "in casa" è una scelta comunemente adottata da investitori o imprese con risorse limitate oppure per i soggetti che optano per un approccio personalizzato alla misurazione, cosa che solitamente accade a causa dei costi connessi al rivolgersi a un fornitore di servizi. Una soluzione a tale problematica può essere dunque quella messa in luce da Best e Harji (2013) che riportano l'esempio di un investitore che ha dichiarato: «non trovo la misurazione troppo impegnativa; io tendo a concentrarmi sulla selezione di aziende che nel core business hanno una mission

³¹ Intervista tratta dalla pubblicazione di Best e Harji (2013)

sociale ben definita, aiutandole quindi a crescere e ad avere successo». Quello che ha dunque deciso di fare questo investitore è investire in iniziative value-based, ovvero investire in società con una missione sociale che è parte integrante della proposta commerciale.

Le evidenze convergono però verso la visione che le organizzazioni che hanno più successo sono quelle che già vedono la misura come una parte fondamentale della loro attività. Come sostengono Best e Harji (2013), «la misurazione non è un “costo aggiuntivo”. Le aziende devono misurare i risultati al fine di avere successo commerciale e il valore sociale è parte integrante della loro offerta commerciale. Fa parte della loro proposta unica di vendita, non un add-on, quindi l’azienda deve integrare queste informazioni nelle sue presentazioni di vendita».

Altre organizzazioni sono invece aperte a sovvenzionare la misurazione in base alle esigenze.

Best e Harji (2013) propongono dunque anche un modo per incoraggiare le organizzazioni a misurare il loro impatto; la best practice che propongono consiste nell’incentivare le organizzazioni legando i termini dell’investimento alle performance sociali ottenute da queste ultime. In base all’andamento di una serie di KPI (quali, ad esempio, il numero di assunzioni, la percentuale di personale che proviene della comunità, la progressione di carriera o ancora la durata del rapporto di lavoro) l’investitore provvede a rivedere il tasso di interesse dei prestiti che ha concesso.

In conclusione dunque, la misurazione dell’impatto sociale risulta non solo fondamentale, come già detto in precedenza, per l’esistenza stessa dell’impact investing ma anche perché, come afferma il Social Value Network UK³², la misurazione produce effetti positivi su tutti i settori della società consentendo, in

³² <http://socialvalueuk.org/what-is-sroi>

particolare, una riduzione delle diseguaglianze sociali nonché un minore degrado ambientale.

CAPITOLO II

LA PROSPETTIVA DEL PRIVATE EQUITY

2.1 Quando gli investitori usano le metriche sociali

Secondo Best e Harji (2013), gli investitori usano le metriche in tempi diversi e per scopi diversi durante tutto il ciclo di vita degli investimenti.

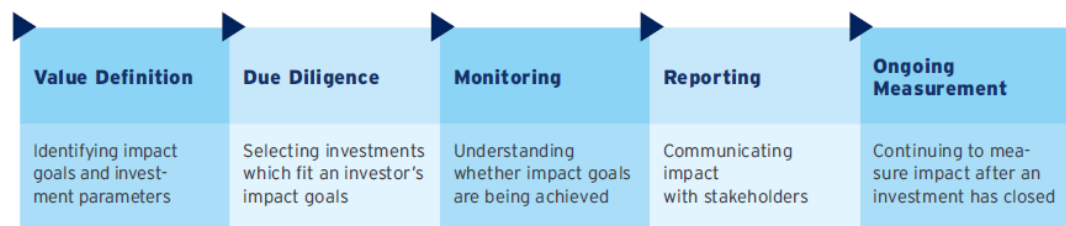


Figura 6. Best, H., Harji, K., *Social Impact Measurement Use Among Canadian Impact Investors, Purpose Capital's Final Report, Febbraio 2013*

2.1.1 La definizione degli obiettivi di impatto (Value Definition)

Per definizione, le decisioni di investimento di un impact investor sono guidate dall'intenzione di ottenere un impatto sociale o ambientale positivo. Al fine di optare per investimenti che rispecchino i loro valori dunque, gli investitori devono innanzitutto chiarire i loro obiettivi di impatto sociale e ambientale, i fattori e gli stakeholders che influenzano questi obiettivi e le possibili strade per raggiungerli.

Lo strumento che viene comunemente utilizzato dagli investitori durante questa fase è la cosiddetta "teoria del cambiamento". Tuttavia, mentre la letteratura suggerisce un ruolo forte per le teorie del cambiamento nel processo di investimento, nella realtà gli investitori non concordano invece sul suo valore. Solo una piccola parte degli investitori tende a sviluppare una teoria del cambiamento

(la maggior parte di coloro che si avvalgono di questo strumento sono fondazioni e fondi di investimento senza scopo di lucro).

Gli investitori financial-first invece, come ad esempio i fondi di investimento, le banche, investitori individuali, tendono invece ad esprimere i loro valori attraverso una “tesi di investimento”, ovvero una dichiarazione di credenze che guida le decisioni per tutto il ciclo di vita dell’investimento (Best e Harji, 2013).

2.1.2 Selezione Dettagliata (Due Diligence)

Mentre gli investitori tradizionali cercano semplicemente di bilanciare rischio e rendimento nella fase di costruzione del portafoglio, gli impact investor tengono in considerazione anche l’impatto.

Le metriche di impatto consentono agli investitori di «selezionare potenziali investimenti per assicurarsi che rispettino i loro obiettivi di investimento (ovvero ottenere un impatto sociale o ambientale). Esse vengono dunque utilizzate in questa prima fase di impegno per garantire che esista un matching» (Golden et al., 2010).

Come già detto, in questa fase le metriche vengono utilizzate in modi differenti dovuti ad una serie di specificità quali ad esempio, il motivo per cui ci si appresta a misurare, il settore dove si svolge l’attività o, ancora, gli stakeholders coinvolti. Gli investitori che effettuano investimenti diretti, per esempio, tendono ad usare le metriche sociali per selezionare le opportunità ad alto impatto e per identificare l’allineamento con i parametri di investimento. Gli investitori istituzionali invece, tendono ad usare metriche per escludere settori o organizzazioni indesiderate, ridurre il rischio (per limitare di conseguenza l’esposizione degli investitori) e catturare il valore di lungo termine³³. In particolare,

³³ Come nota E.T. Jackson and Associates (2012) «molti investitori stanno riconoscendo i limiti dei loro modelli di ritorno finanziario quando falliscono nel tener conto dei driver di creazione di valore economico e sociale a lungo termine. Le pratiche impact-motivated degli impact investment possono invece essere utilizzate per indirizzare il valore a lungo termine, diventando dunque un

per questi ultimi, il processo di screening si attua generalmente attraverso l'uso di schemi ESG (Environmental, Social and Governance) che sono utilizzati per eliminare investitori o settori che hanno ottenuto scarse prestazioni in tema di impatto e che dunque possono essere indicativi anche di rischi per i ritorni finanziari.

Oltre a quello finanziario, dunque, gli impact investor assumono anche un rischio sociale – ovvero quello di non raggiungere gli obiettivi sociali desiderati. A tal fine dunque, investitori particolarmente attenti potrebbero preferire un sistema di misurazione più formale, come ad esempio il GIIRS o l'IRIS che assicurano dunque un rischio sociale minore. Al lato opposto, invece, altri investitori comunque sensibili alle tematiche socio-ambientali ma in modo meno marcato, potrebbero essere portati ad optare per investimenti in imprese il cui impatto non è ancora stato completamente valutato (dunque con un più alto rischio sociale).

2.1.3 Monitoraggio dell'investimento (Monitoring)

Quando il processo di screening viene completato e l'investimento viene fatto, gli investitori iniziano a raccogliere sistematicamente dati ed informazioni riguardo ai propri investimenti al fine di garantire che i loro obiettivi finanziari e sociali possano essere raggiunti. Come affermano infatti Golden et al. (2010), «dopo l'investimento, le metriche sociali sono utilizzate come strumento di gestione per monitorare l'impegno per compiere la missione, i rendimenti degli investitori e la garanzia del finanziatore». L'investitore può quindi utilizzare queste informazioni per reindirizzare un investimento qualora ritenga che una dimensione (finanziaria o sociale) del business non viene soddisfatta.

punto di forza anziché che di debolezza. Questo vale anche per i capitali istituzionali, i cui fiduciari e gestori sono sempre più sotto pressione nel prendere in considerazione una visione multiforme (triple bottom line) e di lungo periodo nelle loro decisioni di investimento».

Durante la fase di monitoraggio, le metriche possono essere valutate a livello di investimento, a livello di portafoglio oppure con un'analisi congiunta su entrambi (caso raro).

A livello di investimento, le metriche vengono raccolte solo per singolo investimento in una singola impresa. A livello di portafoglio invece, le metriche vengono raccolte da tutti gli investimenti appartenenti ad un singolo investitore in modo tale da catturare l'impatto globale delle attività dell'investitore in questione. Quest'ultimo metodo si rivela però un procedimento che richiede una notevole mole di lavoro poiché è necessario identificare una serie di indicatori fondamentali comuni a ciascun investimento per catturare la natura specifica degli impatti in modo complessivo. Tali necessità implicano dunque un certo grado di affinità fra le imprese che compongono il portafoglio; tuttavia, nella maggior parte dei casi, a causa delle pratiche di differenziazione del rischio, le aziende di un portafoglio possono risultare anche molto diverse fra loro rendendo perciò inutile la misurazione condotta a portafoglio (i dati prodotti non risulterebbero infatti significativi). Per questi motivi, le metriche vengono solitamente monitorate a livello di investimento proprio perché questa scala permette di riconoscere e spiegare le differenze specifiche dell'investimento, quali ad esempio il tipo di impatto generato, la sua dimensione ed i soggetti coinvolti.

La frequenza del monitoraggio dipende poi dalla diversità delle organizzazioni e degli stakeholders coinvolti. Alcuni esaminano le metriche solo nella fase decisionale del processo di investimento, altri le misurano invece ad intervalli regolari (per esempio su base mensile, trimestrale o annuale) la cui cadenza dipende solitamente da alcune variabili, quali ad esempio la facilità di misurazione, l'utilizzo di standard di terze parti o la capacità di individuare cambiamenti nel corso di questi intervalli. Infine, vi sono anche alcuni casi in cui gli investitori hanno così stretti rapporti con le imprese in cui investono che non hanno la necessità di monitorare le metriche su base regolare. È questo il caso di alcuni

investitori di private equity che nel momento in cui investono nella società ottengono anche un posto nel consiglio di amministrazione. L'investitore ha dunque la possibilità di essere a conoscenza di tutto ciò che accade e che viene deciso contribuendo inoltre ad influenzare le decisioni. In questa veste dunque, l'investitore fornisce più del semplice capitale: esso fornisce un tutoraggio continuo ed un sostegno alle partecipate. Un rapporto così stretto offre dunque molti vantaggi per l'investitore anche se, dal lato opposto, l'impresa potrebbe sentirsi gravata da un così alto grado di contatto.

A meno che dunque non si opti per la soluzione appena illustrata, la fase di monitoraggio può però rivelarsi complicata: se infatti l'impresa opera in settori particolari, essa potrebbe non poter divulgare informazioni, per esempio a causa della privacy (vedi il caso di un'impresa che opera nel campo dell'assistenza a persone vulnerabili, emarginati o disabili) rendendo così le operazioni di monitoraggio più difficili.

Il processo di monitoraggio si conclude, infine, solitamente quando l'investitore esce dall'investimento.

2.1.4 Reporting

Quando un investimento è completato, le metriche aiutano gli investitori a «comprendere il valore raggiunto quantificando o descrivendo il cambiamento portato dall'investimento» (Robertson, 2012) consentendo così anche agli investitori di rendere conto ai propri stakeholders. Molti investitori sono infatti responsabili per gli investimenti fatti per conto di un pool di stakeholders interessati a generare un determinato impatto sociale. Ad esempio, i fondi di investimento no-profit riportano ai finanziatori, le banche commerciali riportano ai loro azionisti o, ancora, le cooperative di credito ed i fondi pensione riferiscono ai loro membri.

Al fine di rendere conto agli stakeholders, gli investitori cercano dunque metriche che siano innanzitutto credibili, ovvero «sufficientemente rigorose ed

approfondite per fornire misure che siano credibili a terze parti» e che possano poi essere validate, ovvero «il processo per dimostrare che le misure sono accurati indicatori dell'outcome desiderato» (Clark et al., 2004).

Tuttavia, nonostante la necessità di rendicontare a terzi possa incentivare la misurazione, occorre ricordare che «la maggior parte degli impact investor sono semplicemente non tenuti a segnalare i rendimenti non finanziari, riducendo la probabilità che questi dedichino tempo e risorse alla misurazione e riducendo così la domanda di strumenti e pratiche. [...] Pochi impact investor includono le prestazioni non finanziarie nelle loro relazioni annuali. Tutte le misure riportate sono infatti solitamente pubblicate separatamente o solo sul sito» (Thornley e Daley, 2010).

Gli autori propongono dunque come best practice il caso di una fondazione che, grazie all'attiva partecipazione dei suoi stakeholders, si è impegnata nella creazione di un framework di metriche adatte al caso specifico.

2.1.5 La misurazione post-investimento (Ongoing Measurement)

Solo in rari casi, gli investitori continuano a monitorare le metriche di impatto sociale dopo che l'investimento si è concluso. Questa eventualità può comunque verificarsi se l'investitore sta cercando di dimostrare il valore a lungo termine che è stato in grado di creare attraverso il suo coinvolgimento oppure se vuole contribuire alla conoscenza ed all'innovazione nel settore (Best e Harji, 2013).

2.2 I criteri più rilevanti in tema di sostenibilità: il Robin Hood Benefit-Cost Ratio

Le situazioni appena illustrate sono dunque quelle in cui gli investitori hanno la necessità di avvalersi di un metodo di valutazione che gli consenta di prendere le decisioni da soggetti informati.

Riprendendo la tabella di classificazione dei metodi di misurazione proposta da Maas e Liket (2011), si è provveduto a filtrarla per dei criteri che riteniamo più rilevanti in merito alla tematica della sostenibilità. Tali criteri, in ordine di priorità, sono: un approccio di tipo impatto (tenta di dimostrare gli outcomes incrementali relativi ad un’iniziativa), un focus sugli output (per valutare le differenze nei risultati di un’attività) ed un orientamento valutativo prospettico (gli impatti vengono valutati prevedendo quello che accadrà).

L’unico metodo che risponde a tali richieste si è rivelato il Robin Hood Benefit-Cost Ratio.

Purpose			Time Frame			Orienta tion	Lenght of Time Frame		Perspec tive	Approach		
Screening	Reporting	Evaluation	Prospective	Ongoing	Evaluation	Output	Short Term	Long Term	(Society) Macro	Process	Impact	Monetisation

Tabella 3. Elaborazione personale da Maas, K., Liket, K., *Social Impact Measurement: Classification of Methods, Working Paper, Erasmus University of Rotterdam, 2011*

Robin Hood è la più grande organizzazione nonprofit di New York che si occupa della lotta contro la povertà. Dalla sua fondazione nel 1988, l’organizzazione si è concentrata sulla ricerca, il finanziamento e la creazione di iniziative sociali che generano risultati significativi per le famiglie nei quartieri più poveri della città. Ad oggi, la Robin Hood Foundation ha raccolto più di 2,5 miliardi di dollari non solo sotto forma di denaro ma anche in forma di beni e servizi che hanno consentito di fornire servizi di mensa, ricoveri per senzatetto, scuole, programmi di lavoro-formazione e altri servizi di prima necessità che danno ai newyorchesi più indigenti gli strumenti per costruirsi una vita migliore.

Al fine di garantire l'allocazione delle risorse disponibili nel modo più efficace ed efficiente possibile (che massimizzi cioè l'impatto creato), la fondazione ha però capito che era necessario sviluppare un metodo di misurazione che consentisse di determinare il valore dei diversi programmi finanziabili.

Così nel 2004, la Robin Hood Foundation ha sviluppato una metodologia innovativa di valutazione basata su metriche che si rifà ai principi della cost-benefit ratio. Il procedimento che segue il metodo si articola in 4 fasi:

1. Stima dell'incremento dei guadagni aggregati: si cerca di capire quanto il programma aumenta i guadagni futuri (o, più in generale, lo standard di vita) di ogni partecipante rispetto a quanto quello stesso partecipante avrebbe guadagnato in assenza del programma. Si procede poi alla somma delle stime per arrivare ad una stima complessiva dell'incremento dei guadagni del programma.
2. Stima del "Robin Hood Factor", ovvero la percentuale di successo veramente attribuibile al supporto della fondazione. Questa cifra è spesso basata in parte dall'ammontare sovvenzionato dalla fondazione sul costo totale del programma.
3. Considerazione del costo del programma alla Robin Hood Foundation, ovvero l'importo in dollari che la Robin Hood Foundation concede. Tale somma esclude infatti il valore dell'assistenza tecnica che la fondazione fornisce ai suoi beneficiari.
4. Calcolo del rapporto costi-benefici, secondo la formula:

Robin Hood Benefit-Cost Ratio

$$= \frac{(\text{Incremento dei Guadagni Aggregato}) \times (\text{Robin Hood Factor})}{\text{Costo della Sovvenzione}}$$

Il rapporto misura dunque il valore che viene offerto per ogni dollaro di costo (si presenta come una misura paragonabile al tasso di rendimento nel mondo commerciale).

Il sistema di metriche sviluppato della Robin Hood Foundation persegue una grande ambizione: aiutare a valutare l'impatto delle varie iniziative al fine di spendere i soldi delle donazioni filantropiche nel miglior modo possibile.

Il metodo si configura perciò innanzitutto come uno standard che, tramite il confronto degli impatti dei programmi su cui è possibile investire, restituisce un ranking di best-option. Esso è dunque anche uno strumento diagnostico che consente di capire cosa hanno in comune i beneficiari con gli score più alti e cosa invece quelli con gli score più bassi. Allo stesso tempo inoltre, tale strumento funge anche da mezzo per comunicare ai beneficiari come la Robin Hood Foundation li valuta e da strumento per raggiungere la trasparenza: la fondazione ha da sempre dichiarato, infatti, di essere aperta ad esaminare considerazioni e critiche di terzi indipendenti al fine di migliorare le metriche. Per la totale trasparenza, inoltre, il Robin Hood Benefit-Cost Ratio viene anche utilizzato per la valutazione dell'impatto della fondazione stessa.

Nonostante i pregi del metodo, la stessa Robin Hood Foundation riconosce una certa imprecisione ed incompletezza delle stime numeriche poiché i fattori che si vanno a valutare non sono di natura monetaria (per esempio, il miglioramento delle condizioni di vita). Per questo motivo, la fondazione garantisce che il risultato dell'indicatore non è l'unico criterio tenuto in considerazione per prendere le decisioni di sovvenzione, ma che la misura quantitativa viene integrata con una conoscenza qualitativa specifica sul programma che si desidera finanziare.

Sempre in merito al metodo, infine, la fondazione ammette che esso non rappresenta la risposta universale per l'applicazione dei principi di investimento alla beneficenza, riconoscendo che altre fondazioni e organizzazioni nonprofit possono impiegare standard diversi ma ugualmente efficaci.

In questa sede si vuole però ricordare che questo lavoro è incentrato sulle richieste di un'azienda reale, una società di private equity con sede a Milano. Sebbene dunque il Robin Hood Cost-Benefit Ratio sia un ottimo strumento per valutare la sostenibilità di un'iniziativa, la specificità del caso in oggetto rende troppo generico il metodo appena illustrato, rendendo necessario perciò lo viluppo di un pool di indicatori dedicato.

2.3 Una Panoramica sul Private Equity

Si definisce Private Equity (PE) un investimento in società non quotate da parte di imprese o investitori istituzionali.

Il mercato del private equity può essere esemplificato con un modello a tre agenti (vedi in Figura 7): gli investitori, i gestori di fondi e le partecipate. In questo schema, gli investitori conferiscono i loro capitali in un fondo (il cosiddetto "investment vehicle") che è gestito da un'organizzazione. Questa organizzazione, a sua volta, acquista la partecipazione in una o più società per un determinato periodo di tempo.

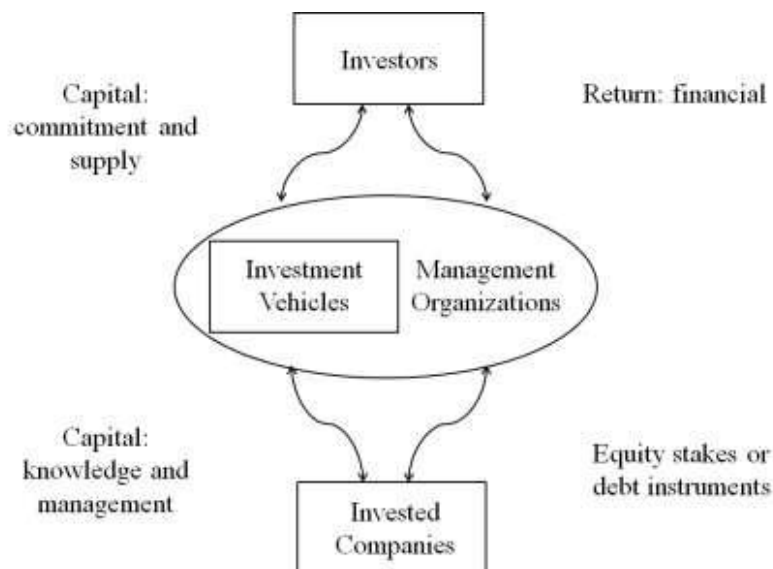


Figura 7. Dos S. Dias, S. Macedo, *Private Equity and Venture Capital Funds: What Drives the Demand and Supply?*, *Brazilian Administration Review*, 13-06-2016

Gli investimenti di private equity hanno infatti una durata prestabilita, solitamente compresa fra i 5 ed i 30 anni (secondo la ricerca di FC & Partners la media nel mercato è 10-12 anni) e si qualificano perciò come investimenti a lungo termine. Secondo FC & Partners, la “vita” del fondo si articola in due fasi: il periodo di investimento, durante il quale appunto il fondo cerca opportunità di investimento. Non appena viene identificata un’opportunità coerente con le finalità del fondo, si procede ad effettuare una serie di analisi ed un processo di due diligence sull’impresa target. Al buon esito di quest’ultima poi, il fondo acquista le partecipazioni ed entra così nella società target.

La seconda fase, detta periodo di disinvestimento, è poi quella in cui il fondo gestisce il portafoglio sviluppando e valorizzando le partecipate nell’attesa della dismissione.

Al termine del periodo prestabilito dunque, dopo aver trattenuto una quota a titolo di pagamento per il servizio fornito, il gestore provvede a disinvestire dall’attività ripartendo fra gli investitori il ricavo ottenuto.

L’acquisizione delle partecipazioni in una società può avvenire sia acquistando quote da terzi, sia tramite apporto di nuovo capitale nell’impresa target. Tali opportunità dipendono in ogni caso dallo stadio di sviluppo e dalla situazione in cui si trova la società target. Da quanto affermano FC & Partners e dos S. Dias e S. Macedo (2016), è dunque possibile dare una classificazione delle diverse tipologie di fondi:

- a. Seed Capital o Angel Investing, ovvero investimenti in imprese in fase di start-up o ancora senza un fatturato;
- b. Venture Capital, ovvero investimenti in imprese già avviate con grandi opportunità di crescita ma, tuttavia, con flussi di cassa negativi e fabbisogni finanziari ingenti necessari allo sviluppo del mercato (per esempio, lancio di nuovi prodotti, ecc.);

- c. Development Capital, ovvero investimenti in imprese già avviate con flussi di cassa positivi in forte aumento ma con fabbisogni di cassa necessari all'ulteriore sviluppo del mercato;
- d. MBO, MBI e BIMBO, ovvero situazioni in cui il management, supportato da un fondo di private equity, rileva l'azienda e ne assume il controllo (solitamente accade quando la società è di dimensioni medio/grandi). In particolare, si definisce MBO (Management Buy-Out) il caso nel quale il management stesso rileva la società per cui lavorava, MBI (Management Buy-In) quando dei manager esterni comprano l'azienda ed, infine, BIMBO (Buy-In Management Buy-Out) quando ad assumere il controllo dell'azienda è un pool composto in parte da manager interni ed in parte da manager esterni;
- e. Special Situation o fondi di Turnaround (che possono essere di turnaround operativo o finanziario), ovvero investimenti in società in crisi.

I rendimenti attesi variano dunque a seconda della modalità specifica di operare che ha seguito il fondo. In ogni caso comunque, nonostante l'ottica di diversificazione al fine di contenere il rischio (solitamente nessun investimento pesa per più del 15% del valore complessivo del fondo), i rendimenti sono generalmente abbastanza elevati in funzione soprattutto del rischio derivante dall'asimmetria informativa che si crea: i fondi di private equity sono infatti alla ricerca di opportunità di business che non sono ancora state valutate dal mercato e che, per tale motivo, possono essere acquistate ad un prezzo interessante (Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial [ABDI], 2011; Almeida, 2013; Gionelli, 2008; Lopes & Furtado, 2006).

La pratica del private equity ha vissuto una fase di forte diffusione negli ultimi anni: per fare un esempio, solo in Italia, nel 2015 l'ammontare degli

investimenti in private equity è stato di 1,717 miliardi di euro³⁴, un valore in netto aumento rispetto al 2014 (+ 91,63%); inoltre, anche i dati dei primi nove mesi del 2016 sono molto buoni³⁵.

Per questi motivi è di conseguenza aumentato anche l'interesse degli studiosi per questa tematica. I risultati di alcune indagini indicano che gli investimenti sono influenzati da diversi fattori: innanzitutto vi è da dire che le economie con i mercati di capitali più sviluppati sono più attive nel private equity delle economie incentrate sulle banche. Black e Gilson (1998) sostengono infatti che la centralizzazione del mercato dei capitali è una condizione necessaria per l'esistenza di un mercato vivace di private equity, dato che un mercato dei capitali ben sviluppato rende facilmente realizzabile una strategia di uscita attraverso un'offerta pubblica (OPI – Offerta Pubblica Iniziale). Jeng e Wells (2000) conferiscono infatti alle OPI il ruolo di forza trainante per lo sviluppo del private equity.

Anche secondo Gompers e Lerner (2001), la liquidità del mercato ha un'influenza diretta sul livello degli investimenti e, tale pensiero, viene successivamente confermato anche da Balboa e Martí (2004), che hanno dimostrato che la crescita dei volumi degli investimenti in private equity dipende in parte anche dalla liquidità di mercato nell'anno precedente.

Da quanto detto quindi, dos S. Dias e da S. Macedo (2016) concludono che la raccolta di fondi ed il processo di allocazione delle risorse di private equity rappresentano senza dubbio un volano di sviluppo per l'economia di un Paese. È perciò facile intuire che ogni Stato cercherà di fare del suo meglio nel tentativo di

³⁴ Articoli consultaibili ai link:

<http://blog.startupitalia.eu/79321-20151023-aifi-private-equity-2015-primosemestre>

<http://www.aifi.it/press-room/comunicati/5345-dati-2015-private-equity-e-venture-capital-raddoppi>

³⁵ Articolo consultaibile al link:

<http://www.quadrivosgr.com/i-fondi-italiani-dominano-il-mercato-e-vanno-a-caccia-di-pmi>

attrarre queste risorse nel proprio mercato interno attraverso la creazione di condizioni interessanti per i manager dei fondi (Jeng e Wells, 2000): in questo caso l'aspetto che più influenza gli investimenti è la tassazione (Cullen e Gordon, 2002) ed, in particolare, l'imposta sulle plusvalenze (Gompers e Lerner, 1998). Oltre al tema della tassazione, sempre dal punto di vista delle "mosse" la cui competenza è in capo allo Stato, vi è il tema della tutela giuridica: il contesto giuridico influisce infatti in modo significativo sulle decisioni di investimento (Groh, Liechtenstein and Lieser, 2010) in quanto un buon quadro giuridico garantisce protezione ai finanziatori aumentando così la loro disponibilità a fornire le risorse e, di conseguenza, aumentando la portata del mercato (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, 1997). In controtendenza con quanto affermato sopra in merito alla primaria importanza per il private equity dello sviluppo del mercato dei capitali, secondo Cumming, Fleming e Schwienbacher (2006), la qualità del sistema giuridico si rivela invece addirittura più determinante.

Dallo studio di Gompers and Lerner (1998), emerge inoltre che vi sono altre variabili, oltre a quelle appena esposte che possono influenzare lo sviluppo del private equity. Fra queste, le prestazioni, le dimensioni e l'età del fondo sono fattori importanti per raccogliere più capitale. Lee e Peterson (2000) e Baughn e Neupert (2003) hanno riscontrato risultati simili nelle loro ricerche, dando però un peso significativo anche al livello di imprenditorialità del Paese stesso: la cultura nazionale, l'orientamento individuale e di conseguenza la condizione ambientale che si crea porta infatti a diversi livelli di imprenditorialità che determina perciò la quantità di opportunità di investimento sfruttabili (in un Paese con un alto livello di imprenditorialità le imprese saranno maggiori e saranno perciò maggiori anche le opportunità di investimento di private equity che si creano).

Altri studi, in particolare quelli di Schertler (2003) e di Romain e Pottelsberghe de la Potterie (2004), hanno invece messo in luce come gli indicatori di opportunità tecnologiche (come ad esempio l'aumento degli investimenti in

ricerca e sviluppo, il numero di brevetti, ecc.) influenzano in modo significativo il mercato private equity ed, in particolare, della parte venture capital.

Nonostante siano ampiamente diffuse in tutto il mondo, le attività di private equity sono per lo più concentrate negli Stati Uniti e nel Regno Unito, che insieme rappresentano circa il 60% del capitale raccolto. Tuttavia, la crescita degli ultimi anni è dovuta ad una diffusione nelle economie in via di sviluppo, in particolare Brasile, Cina ed India. Secondo Comodo (2009), tale ragione è dovuta anche al fatto che dal 1990 i mercati sviluppati hanno subito una diminuzione nei livelli di redditività ma in realtà, Bain & Company Inc. (2013) ha messo in luce che il merito di tale sviluppo sia da attribuire anche agli Stati stessi, che hanno saputo creare le giuste condizioni per lo sviluppo delle attività di private equity.

In Italia, i fondi di private equity possono operare seguendo due tipi di strutture societarie differenti: la prima è l'organizzazione in forma di Società di Gestione del Risparmio (SGR) mentre la seconda è invece la possibilità di operare nel nostro Paese tramite fondi costituiti all'estero (solitamente in Stati con trattamenti fiscali particolari, quali ad esempio, Paesi Bassi, Belgio o Lussemburgo).

CAPITOLO III

UN CASO EMPIRICO: GARNELL SGR

3.1 Chi è Garnell SGR

Garnell nasce nel 2004 da un'intuizione di Filippo La Scala, avvocato e titolare dello studio legale LaScala di Milano che opera in collaborazione con Field Fisher Waterhouse.



Garnell si presenta come financial advisor indipendente che offre supporto ad imprese ed investitori istituzionali nelle operazioni di finanza straordinaria con attività di consulenza. Garnell stabilisce con i propri clienti un rapporto mirato a comprendere le loro esigenze e ad individuare così soluzioni customizzate in tre ambiti:

- Investment advisory, occupandosi della raccolta di capitale di rischio da investitori privati o istituzionali e dell'asset management per conto di fondi ed investitori istituzionali, seguendoli dalla fase di investimento (scouting delle opportunità) alla gestione del portafoglio day-by-day.
- Corporate finance, supportando le imprese clienti in momenti importanti e delicati della loro vita, ovvero in occasioni quali fusioni, acquisizioni o cessioni di società o rami d'azienda, ristrutturazioni finanziarie o aumenti di capitale.
- Consulenza, aiutando l'impresa cliente nella definizione di un business plan (definizione delle linee strategiche, riassetto organizzativo, piano di dismissione di attività, ecc.) e fornendo i servizi di asseverazione di business plan e di valutazione d'azienda.

Dal 2008 Garnell è inoltre attiva nel settore dell'efficienza energetica, delle energie rinnovabili e della sostenibilità economico-ambientale con il ruolo di partner di supporto nell'individuazione delle soluzioni tecniche da adottare, nell'analisi di fattibilità, nella fase di sviluppo e di ottimizzazione degli interventi di efficientamento energetico e nella gestione di impianti che producono energia da fonti rinnovabili.

Nel 2009 Garnell ha sviluppato, assumendone anche la gestione, un fondo di investimento immobiliare promosso da GAM SGR. Tale fondo, focalizzato sulle energie rinnovabili, ha fatto investimenti per circa 60 milioni di euro in 7 regioni diverse del nostro Paese, per una durata complessiva di 25 anni.

A fine 2015 Garnell ha avviato presso la Banca d'Italia e la CONSOB le procedure autorizzative per istituire una Società di Gestione del Risparmio, Garnell SGR, con lo scopo di sviluppare, promuovere e gestire fondi di investimento di private equity focalizzati sull'economia reale, in particolare sui settori delle energie rinnovabili e dell'agroalimentare.

Alla base di questa iniziativa vi è l'idea del suo fondatore che il trend della globalizzazione stia perdendo forza. Per molti anni infatti, il trend economico globale è stato guidato dalla globalizzazione e dalla standardizzazione dei prodotti: un esempio è la diffusione delle catene di fast food in tutto il mondo, che sono diventate in pochissimo tempo un fenomeno di costume sostituendo il tradizionale "paninaro".

Tuttavia, i segnali di un cambiamento delle preferenze sono sempre più lampanti. Vi è infatti un costante incremento nel numero di consumatori disposti a pagare un premium price per prodotti e servizi che richiamano il concetto della prossimità, intesa non solo in modo "geografico" (per esempio, il consumo a KM Zero, il ritorno al consumo di prodotti legati alla tradizione ed alla cultura del luogo, alla stagionalità, ecc.) ma anche "personale": il "metterci la faccia", come hanno fatto importanti aziende come Amadori e Rana (per restare nel settore food) o ancora,

Banca Mediolanum (che con lo slogan «costruita intorno a te» rievoca la prossimità della banca che è al servizio del cliente), è diventato un modo per creare fiducia fra impresa e cliente, valore primario alla base di una relazione di lungo periodo. Un ritorno al passato dunque, ma senza negare ciò che di buono ha portato la globalizzazione.

Quello che Garnell SGR intende fare è dunque andare oltre il classico approccio rischio-rendimento, ponendo come ulteriore condizione l'obiettivo di ottenere dai propri investimenti anche benefici non monetari che integrino i ritorni per i propri investitori, facendo emergere concetti di economia reale, prossimità e fiducia. Un investimento dunque guidato da un'etica specifica. Nella sua idea, Filippo La Scala crede inoltre che oggi si faccia un uso improprio del termine «etica», specialmente nel settore finanziario. Ciò che molti investitori fanno oggi è infatti dichiararsi «investitori etici» usando il termine solo come fattore di marketing e facendo passare tutti gli altri operatori per «non-etici». In realtà, ognuno di noi ha una propria etica: non esistono dunque investitori «etici» e «non etici», ma investitori che danno importanza più a determinati valori che ad altri. Garnell non si definisce perciò un investitore etico, bensì semplicemente un investitore guidato da valori di prossimità e fiducia, in cui il risparmiatore può ritrovarsi o meno.

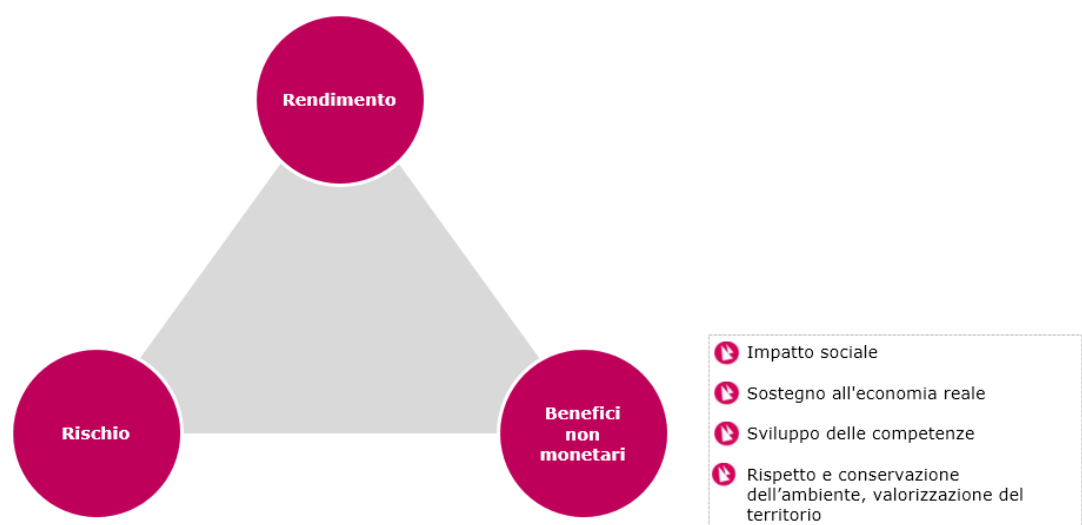


Figura 8. Garnell SGR, Presentazione aziendale

3.2 La nuova proposta di investimento etico

Come detto, Garnell opera come advisor ed investment manager affiancando imprese ed imprenditori in operazioni di finanza straordinaria ed investitori istituzionali (principalmente casse ed enti previdenziali, fondazioni bancarie e fondi pensione) in investimenti nell'economia reale orientati al lungo periodo che, integrando l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, mirino alla creazione di un adeguato valore per l'investitore e per la società nel suo complesso.

Come annunciato anche da un articolo pubblicato da EticaNews³⁶, nei prossimi mesi Garnell in collaborazione con Slow Food Italia, lancerà un nuovo fondo nel settore dell'agroindustria, "Agrifood One", un fondo di private equity volto alla promozione ed alla valorizzazione dell'economia reale, dell'innovazione e della sostenibilità. Agrifood One si propone dunque come strumento per fornire alle piccole e medie imprese italiane attive nel settore agroalimentare le risorse economiche necessarie per sostenere la crescita ed il potenziamento del Made in Italy sui mercati esteri.

Per promuovere dunque il fondo presso il pubblico degli investitori è però necessario dare una misura quantitativa anche per quanto riguarda gli aspetti di sostenibilità al fine di dimostrare la "bontà" del fondo. Un'intenzione che si ritrova spesso anche nella letteratura: nei vari contributi si richiama infatti frequentemente la necessità di trovare un pool di indicatori semplici per capire innanzitutto dove investire e successivamente come allocare le risorse disponibili (ranking delle possibilità di investimento). L'orientamento attuale per questo tipo di richieste va dunque verso l'uso di indicatori ESG (Environment, Social, Governance) che però tuttavia non consentono per loro natura di ottenere anche

³⁶ EticaNews, *Slow Food e Garnell Presentano il Fondo di Private Equity Agrifood One*, 14-12-2016

una valutazione quantitativa dell'efficacia e dell'impatto sociale conseguito (Quaderno Sodalitas, 2015).

Attraverso l'analisi dell'apporto di Garnell SGR nello sviluppo delle tematiche di sostenibilità all'interno delle aziende partecipate e l'efficacia ed efficienza delle politiche e delle strategie adottate, si vuole arrivare a dimostrare che si possono adottare politiche di sostenibilità senza dover rinunciare al rendimento. A tal fine è dunque necessaria l'individuazione di metriche ed indicatori sintetici ma efficaci, quindi facilmente gestibili e comprensibili anche dal cliente finale, in grado di fornire una valutazione qualitativa e quantitativa, per ogni tipologia di investimento individuato in merito agli aspetti legati alla loro sostenibilità economica, ambientale e sociale. Il punto di arrivo auspicato per questo lavoro è dunque la definizione di un modello di Impact Investing che valuti il prodotto finanziario in maniera trasparente e sintetica, supportando da una parte Garnell nella scelta dei progetti/prodotti su cui investire (le metriche dovranno consentire di confrontare le politiche e le strategie adottate tra aziende con caratteristiche diverse ed appartenenti a differenti settori di attività – per esempio, manifatturiero, di servizi, ecc.) e dall'altra il cliente finale nella comprensione della sostenibilità e delle sue ricadute sul territorio attraverso misure dettagliate all'interno di una reportistica periodica ad hoc. In questo modo, il modello si configurerebbe quindi allo stesso tempo anche come strumento rilevante ai fini della comunicazione.

Ulteriore auspicio per tale modello è che, pionieristicamente, possa diventare un benchmark riconosciuto all'esterno, che consenta dunque di isolare l'effetto delle decisioni di Garnell e della partecipata dai trend del settore.

Infine, Garnell avrebbe anche espresso il gradimento per la possibilità di tradurre le metriche in un rating, che attraverso un modello di scoring, consenta di neutralizzare le differenze di fondo dei singoli settori di appartenenza e permetta un confronto fra i risultati ottenuti sulle diverse partecipate.

L'oggetto della misurazione saranno quindi piccole e medie imprese for-profit attive in differenti settori di attività (primario, secondario e terziario), ma tutte appartenenti al comparto agroalimentare e al relativo indotto. Di queste imprese, Garnell è interessata a monitorare una serie di indicatori inquadrabili all'interno di tre macro ambiti:

- Comunità e stato: si valutano gli impatti sulle condizioni economiche dei propri stakeholders e sui sistemi economici a livello locale, nazionale e globale.
- Cultura e responsabilità: si valutano gli impatti dell'azienda sui sistemi sociali in cui opera in relazione a lavoro, diritti umani, società e responsabilità di prodotto.
- Ecosistema ed ambiente: si valuta l'impatto dell'azienda sui sistemi naturali, ovvero sull'ecosistema, i terreni, l'aria e l'acqua.

La metodologia di lavoro seguita si articola in quattro fasi:




- 1) Mappatura, per la quale si è proceduto ad una ricognizione a livello internazionale delle metriche di valutazione degli investimenti socialmente responsabili (Socially Responsible Investing), considerando non solo quanto affermato dalla letteratura ma anche portando come esempi delle reali best practices.
- 2) Selezione e ranking degli indicatori rispetto ai bisogni specifici di Garnell, per la quale si renderà necessaria l'analisi di materialità. Tale analisi permette infatti di individuare quali sono gli aspetti e le tematiche che riflettono gli impatti sociali, ambientali ed economici di maggior interesse anche per gli stakeholders.
- 3) Sintesi e clusterizzazione degli indicatori sulla base della selezione effettuata nella fase precedente. L'obiettivo finale è infatti quello di selezionare e fornire un ranking di KPIs che andranno a costituire due principali set di




indicatori per il presidio delle tematiche legate alla sostenibilità dei prodotti nel settore dell'economia reale.

Un primo set di indicatori dovrà essere "generico" ed applicabile perciò a tutti i prodotti finanziari legati al settore dell'economia reale. A questo, andranno poi aggiunti diversi set specifici per microsettori differenziando gli indicatori a seconda, appunto, dell'ambito di interesse (per esempio, agricoltura primaria, agroindustria di trasformazione, macchinari agricoli, editoria, ecc.).

- 4) Validazione dei set di indicatori ideati su due casi reali appositamente selezionati.

Avvalendoci della tabella proposta da Maas e Liket (2011), possiamo così riassumere le richieste di Garnell:

Dimensione	Opzioni		Motivazione
Scopo	Screening		Lo scopo principale del set di metriche da identificare è quello di consentire una valutazione dell'apporto che Garnell SGR sarà in grado di fornire alle partecipate in tema di politiche e di strategie da adottare in ambito di sostenibilità. Particolare interesse viene posto infatti alla misurazione del miglioramento tra la fase di entrata e la fase di uscita del fondo. Il set di metriche dovrà dunque innanzitutto consentire di monitorare l'implementazione delle politiche e delle strategie individuate,
	Monitoring		
	Reporting		
	Evaluation		

			<p>consentendo un controllo periodico sulle azioni intraprese.</p> <p>Nonostante questo comunque, l'obiettivo principale di Garnell è comunicare agli investitori del fondo che cosa sia stato fatto e con quali risultati in termini di sostenibilità sociale, ambientale e di governance.</p>
Momento della Misurazione	Prospective		<p>Per raggiungere gli scopi individuati sarà necessario inizialmente identificare gli obiettivi da raggiungere e monitorare l'implementazione delle strategie e delle politiche su base ongoing. Tuttavia, il time frame sarà retrospective, considerando il momento della dismissione della partecipata come centrale per la misurazione e la comunicazione agli investitori di quanto realizzato in quanto il focus principale è la misurazione del delta di sostenibilità e la valutazione delle azioni adottate.</p>
	Ongoing		
	Retrospective		
Orientamento della Misurazione	Input		<p>L'orientamento della metodologia sarà rivolto sia agli input che agli output. Alcune politiche e strategie saranno finalizzate infatti ad una riduzione o maggior efficienza dei costi grazie ad</p>
	Output		





			una miglior gestione degli input di produzione (per esempio, i costi risparmiati grazie ad un miglioramento della soddisfazione dei dipendenti); altre politiche e strategie saranno invece finalizzate al miglioramento dell'output (per esempio, una migliore reputazione).
Arco Temporale	Short Term		La lunghezza dell'arco temporale delle misurazioni dovrà tenere in considerazione la permanenza della partecipata all'interno del portafoglio del fondo (ovvero 3-5 anni).
	Long Term		
Prospettiva	Micro (singolo)		Si considereranno gli effetti sui singoli stakeholder (per esempio i dipendenti) e sulla comunità in cui l'azienda è inserita, ma il focus principale è la partecipata.
	Meso (impresa)		
	Macro (società)		
Approccio	Process Methods		L'approccio del metodo dovrà essere rivolto alla misurazione degli impatti.
	Impact Methods		
	Monetarisatation		

Tabella 4. Elaborazione di Garnell SGR da Maas, K., Liket, K., *Social Impact Measurement: Classification of Methods, Working Paper, Erasmus University of Rotterdam, 2011*

3.3 Un Nuovo Pool di Metriche

Le richieste di Garnell, presentate usando il modello proposto da Maas e Liket (2011), si rivelano però molto articolate tali che nessuno dei trenta metodi proposti dai due autori risulta adatto a soddisfarle. Per questo motivo, al fine di consentire a Garnell di raggiungere i suoi scopi, si rende necessario il varo di un nuovo pool di metriche appositamente selezionate.



Figura 9. Elaborazione personale

La seguente rielaborazione personale, ottenuta seguendo il percorso logico illustrato in Figura 9 (vedi sopra), individua innanzitutto una serie di aree-obiettivo ritenute importanti da misurare al fine della valutazione dell'azienda. Questi obiettivi sono inoltre suddivisi per sfera di riferimento (Economico, Sociale o Ambientale) e si concretizzano, infine, in una serie di indicatori sia ripresi da Framework già affermati (quali l'IR Framework, il GRI G4 e l'EPI Framework) sia da metriche ad-hoc ritenute rilevanti per il lavoro in oggetto.

La tabella che ne deriva deve dunque considerarsi solo come una base generica che andrà poi perfezionata ed adattata ai casi concreti su cui verrà validata.

Obiettivo	Area	Indicatori
Performance dell'azienda	Economica	Valore economico direttamente generato
		Fatturato
Efficienza Produttiva	Economica	ROI della riduzione del costo degli input per unità di output
	Ambientale	Riduzione dei costi di gestione dei rifiuti per unità di output
		Consumi di materie prime a basso impatto
		Consumi di energia per tipo di fonte
		Investimenti in termini di efficienza energetica (riscaldamento e illuminazione)
		Consumo di energia per unità di prodotto finito
		Consumo di acqua per unità di prodotto finito
		Percentuale di riduzione del consumo totale di acqua rispetto ad un anno t di riferimento
		Emissioni di CO2
		Quantità di inquinamento acustico creato
		Percentuale di riduzione dei rifiuti prodotti rispetto ad un anno t di riferimento
		Percentuale di imballaggi di carta certificati FSC rispetto al non certificato
		Percentuale di utilizzo di plastiche da fonte rinnovabile
		Percentuale di spreco nelle operazioni di imballaggio
		Percentuale di fatture inviate e ricevute in formato elettronico (↓ uso della carta)
Partnership con i fornitori	Economica	Risultato economico derivante da azioni congiunte con i fornitori
		Durata della partnership con altre imprese/distributori
		Programmi a sostegno dello sviluppo di un fornitore

Performance Improvement	Economica	Risultato economico derivante dall'entrata in nuovi mercati
		Risultato economico derivante dall'uso di nuovi canali commerciali
		Investimenti in Ricerca & Sviluppo
		Numero di domande di brevetto depositate
		Numero di test con nuove tecnologie
		Numero di nuovi prodotti sviluppati
		Spese per il cambiamento organizzativo
		Spese per lo sviluppo di nuovi processi
		Spese per lo sviluppo di software di gestione interna
Efficienza della funzione R & S	Economica	Vendite generate da prodotti derivati dalle operazioni di ricerca e sviluppo
Integrazione dell'azienda nel territorio in cui opera	Economica	Valore economico direttamente generato e distribuito ai dipendenti, alla comunità e alla pubblica amministrazione sotto forma di stipendi, tasse locali e tasse nazionali
		Indice di copertura ponderata (presenza sul mercato)
		Indice di penetrazione (presenza sul mercato)
		Percentuale di spesa concentrata su fornitori locali
		Investimenti e spese in infrastrutture o attività di pubblica utilità attraverso impegni commerciali, donazioni e attività pro-bono
		Donazioni ad enti o fondazioni per specifici progetti
		Attività di volontariato dell'azienda a favore della comunità
	Sociale	Tasso di occupazione in azienda della comunità
		Coinvolgimento in progetti sociali
		Coinvolgimento in progetti culturali
		Numero delle attività per cui è stata coinvolta la comunità locale, sono stati valutati gli impatti e sono stati implementati programmi di sviluppo
		Programmi di riduzione della povertà
	Attrattività Aziendale	Economica

	Sociale	Presenza nella classifica "Great Place to Work"
		Benefit previsti per i dipendenti (welfare aziendale)
Employee Satisfaction	Sociale	Tasso di turnover
		Tasso di assenteismo
		Minimo salariale
		Sondaggi di employee satisfaction
Employee Care	Sociale	Presenza di pratiche di Job Rotation
Employee Development	Sociale	Numero di dipendenti in e-learning aziendale
		Investimenti per la formazione dei dipendenti
		Ore medie di formazione annue per dipendente suddiviso per genere e categoria di lavoratori
Equità	Sociale	Rapporto fra lo stipendio degli uomini e delle donne per la stessa mansione (remunerazione equa per uomini e donne)
Sicurezza	Sociale	Numero di infortuni per milione di ore di lavoro
		Investimenti per il miglioramento della sicurezza sui luoghi di lavoro
Rispetto dei Diritti Umani	Sociale	Percentuale dei partner commerciali che sono sottoposti a verifiche in materia di diritti umani
		Numero e percentuale di accordi con partner commerciali che includono clausole sui diritti umani
		Numero e percentuale di attività sottoposte a controlli o valutazioni relative ai diritti umani
		Investimenti nella promozione di pratiche a tutela dei diritti umani
		Reclami per il non rispetto del diritto di libera associazione
		Reclami per il non rispetto del diritto di contrattazione collettiva
		Contenziosi per il non rispetto della normativa in materia di lavoro minorile
		Contenziosi per il non rispetto della normativa in materia di lavoro forzato
		Reclami per il non rispetto dei diritti umani
		Reclami per il non rispetto dei diritti delle popolazioni locali

Responsabilità di prodotto	Sociale	Numero di casi di non conformità a regolamenti e codici volontari riguardanti gli impatti sulla salute e sicurezza dei prodotti durante il loro ciclo di vita
		Numero di casi di non conformità a regolamenti e codici volontari riguardanti le informazioni e le etichettature di prodotti/servizi
		Numero di casi di non conformità a regolamenti e codici volontari riguardanti l'attività di marketing (incluse pubblicità, promozione e sponsorizzazione)
		Numero di casi di non conformità a regolamenti e codici volontari riguardanti le caratteristiche dei prodotti/servizi venduti
		Etichettatura responsabile
		Informazioni sullo smaltimento responsabile del prodotto
		Presenza di informazioni per la tracciabilità del prodotto nella filiera
		Numero di reclami documentati relativi a violazione della privacy e alla perdita di dati sui consumatori
		Percentuale di prodotti certificati per le diverse etnie culturali
		Customer Satisfaction
Tempo di attesa a richieste del cliente		
Numero di processi di Customer Feedback		
Numero di indagini atte a misurare la customer satisfaction		
Generali	Sociale	Numero di dipendenti
		Numero delle nuove assunzioni
		Numero di contratti a tempo indeterminato
		Numero di contratti part-time
		Età media dei dipendenti
Compliance	Sociale	Citazioni in giudizio in materia di pratiche di lavoro
		Contenziosi irrisolti in materia di pratiche di lavoro
		Numero di reclami
		Numero di citazioni in giudizio

		Numero totale di azioni legali riferite a concorrenza sleale, antitrust e pratiche monopolistiche	
		Reclami per comportamenti anticompetitivi	
		Contenziosi in materia di impatti sulla società	
		Numero di reclami e resi legati alla non conformità del prodotto/servizio venduto	
		Numero di reclami legati a questioni di salute e sicurezza fisica del cliente	
		Presenza di codici di condotta di conformità alle normative	
		Presenza di codici di condotta anti-corrruzione	
	Ambientale	Reclami per non conformità a leggi e regolamenti in campo ambientale	
		Numero di contenziosi in materia ambientale	
		Numero ed importo totale delle sanzioni per il mancato rispetto della normativa ambientale	
		Numero di incidenti ambientali	
	Responsabilità Ambientale	Ambientale	Percentuale di materiali utilizzati che derivano da materiale riciclato
			Energia autoprodotta utilizzando fonti di energia rinnovabile
			Percentuale di energia utilizzata proveniente da fonti rinnovabili
Percentuale di acqua riciclata utilizzata			
Spese per il ripristino degli habitat naturali			
Spese per l'eliminazione delle attività da siti ecologicamente sensibili			
Investimenti per l'attenuazione del cambiamento climatico			
Spese per la prevenzione di piogge acide (emissioni di NOx ed SOx)			
Percentuale di raccolta differenziata			
Percentuale di incenerimento dei rifiuti			
Percentuale di smaltimento in discarica dei rifiuti			
Percentuale di scarti di lavorazione riutilizzati			
Numero di prodotti "Green"			
Percentuale di confezioni riciclabili immesse sul mercato			

		Percentuale di automezzi ecologici in uso all'azienda
		Spese e investimenti per la protezione dell'ambiente

Tabella 5. Elaborazione personale

3.4 Lo sviluppo della soluzione proposta: la validazione su due casi reali

L'ultima fase consisterà nella validazione del set di indicatori attraverso l'implementazione su due casi reali selezionati ad hoc. A tal fine, in accordo con Garnell, ci siamo recati presso due aziende, l'Antica Macelleria Falorni di Greve in Chianti (FI) ed il consorzio La Granda di Genola (CN). Le due visite in azienda avevano l'obiettivo di conoscere dall'interno le due realtà per poter capire quali sono i rispettivi fattori critici di successo e, di conseguenza, quali sono gli indicatori di performance eco-socio-ambientale più rilevanti.

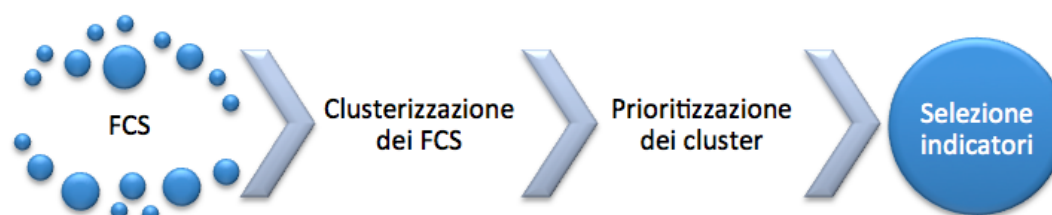


Figura 10. Schema di analisi

3.4.1 Antica Macelleria Falorni

«Fondata nel lontano 1806, l'Antica Macelleria Falorni produce artigianalmente da ben 9 generazioni salumi di altissima qualità, seguendo metodi di lavorazione tradizionali ed antiche ricette, che si tramandano nei secoli di padre in figlio...»



L'azionista di riferimento è la famiglia Bencistà Falorni, rappresentata in particolare, dai fratelli Lorenzo e Stefano Bencistà Falorni.

Le principali cariche gestionali sono dunque ricoperte dai membri della famiglia, in questo caso dai figli dei due soci, Andrea Bencistà Falorni e Tommaso Bencistà Falorni. Questi ultimi compongono il cosiddetto “Comitato di Direzione” e, coadiuvati da un manager esterno, sono coloro che decidono le linee strategiche che l’azienda deve seguire.

Rispetto alla media del settore, l’Antica Macelleria Falorni è un’industria di medie dimensioni, caratterizzata da un’elevata artigianalità. Quello che la differenzia dai competitor è però la ferma volontà di mantenere la tradizione artigiana nel processo produttivo (non si accettano compromessi sulla qualità) e di mantenere lo stretto legame con il territorio ma, al contempo, anche di aumentare i volumi produttivi.

I principali competitor, al fine di ottenere aumenti di fatturato, hanno modificato almeno parzialmente il processo produttivo: esempi ne sono l’uso di additivi (in particolare delle pectine) che favoriscono la stagionatura (il che riduce il tempo medio di permanenza nel magazzino ed aumenta il tasso di rotazione). Nel caso in oggetto, il tempo di permanenza medio in magazzino è di circa 4 settimane mentre quello della concorrenza si attesta fra i 10 e i 14 giorni. Falorni non utilizza inoltre il budello sintetico poiché influenza negativamente la qualità del prodotto: tale pratica non consente però di automatizzare la fase di insaccamento (che ridurrebbe così i costi) e comporta inoltre un maggior calo di peso nel prodotto (durante la stagionatura infatti, l’insaccato si “asciuga” e perde quindi peso – l’uso del budello sintetico si traduce quindi anche in un aumento dei ricavi poiché il prodotto viene venduto a peso).

Oltre a garantire un prodotto il più “naturale” possibile dunque, Falorni si è attivata anche con azioni che testimoniano una particolare attenzione verso la sostenibilità ambientale. Le azioni principali riguardano (1) l’adozione di un impianto per la produzione di energia rinnovabile sfruttando i residui di lavorazione, (2) l’attenta ricerca nella sostenibilità del packaging, a partire dal

budello naturale e selezionando poi, per la parte in carta/cartone, fornitori certificati FSC, ed infine (3) sviluppando una innovativa linea di packaging con materiali derivanti da fonti rinnovabili (PLA – acido polilattico).

La qualità superiore di Falorni è dunque riconosciuta dal mercato e l'azienda può imporre un premium price di circa il 30% rispetto ai competitor.

La strategia che Falorni intende seguire è la crescita prima in Toscana per poi uscire dalla regione con i prodotti locali. Rispetto ai competitor di maggiori dimensioni, quello che fa la differenza è la disponibilità di spazio. La zona di Greve in Chianti è infatti sottoposta a vincoli paesaggistici molto rigorosi che rendono quasi impossibile l'ottenimento dei permessi per ampliamenti e ristrutturazioni. Questo elemento è di grande rilievo visto che lo spazio è il principale fattore scarso dell'azienda, che altrimenti avrebbe excess capacity da allocare.

La stagionalità del prodotto (solitamente consumato nei mesi invernali ed in concomitanza delle principali festività – Natale e Pasqua) e la già citata necessità di attesa dei tempi naturali di stagionatura (4 settimane – il doppio rispetto ai competitor) limitano la crescita della produzione a favore però di un prodotto dalle più elevate qualità organolettiche. Il processo di sviluppo deve perciò passare per la distribuzione, focalizzandosi sullo sviluppo di nuove linee (è stata paventata, a tal proposito, l'idea di iniziare a produrre il prosciutto cotto).

Quanto ai canali di vendita, quelli utilizzati sono due: la distribuzione tradizionale, sia tramite distributori sia tramite le vendite effettuate tramite il negozio (che copre circa il 70% delle vendite totali) e la ristorazione (30%). La possibilità di utilizzare anche i canali online è stata valutata ma le problematiche che si incontrano sono molteplici; su tutte, le condizioni del trasporto al cliente finale. Per esempio, vi è la possibilità che un trasportatore non particolarmente attento o le semplici tempistiche di lavoro (giorni di inattività dei trasportatori – sabato, domenica e festività) possano compromettere il prodotto Falorni, che si

caratterizza per il solo uso di budello animale il quale, per sua origine, è più sensibile alle alterazioni nella catena del freddo rispetto a quello sintetico.

Per assicurare una diffusione del prodotto anche fuori della zona di Greve in Chianti, Falorni si avvale così di una rete di distributori; senza conteggiare le vendite tramite il negozio di proprietà (che ovviamente rappresentano la quota maggioritaria), la quota di export (soprattutto verso i Paesi del Nord Europa) si attesta attorno al 60%.

Le tendenze nel settore sono riconducibili a tre filoni principali: (1) il sempre più ampio successo del “ready to eat”, ovvero i prodotti a maggior contenuto di servizio (in questo caso ad esempio, un affettato già tagliato e disposto in vaschetta). (2) La diffusione del “free from” e simili, ovvero dei prodotti che riportano la dicitura “senza.../con...” (esempi ne sono il “senza conservanti aggiunti”, “con carne 100% italiana”, “0% di grassi”, ecc.). Infine (3), anche l’animal welfare (modalità di macellazione “pain free”, vita degli animali all’aria aperta, ecc.) sta assumendo sempre più importanza per le aziende che intendono dare alla sostenibilità un ruolo più centrale.

Come già detto, l’Antica Macelleria Falorni basa la propria strategia sull’offerta di un prodotto top quality. Il cliente cui punta l’azienda è dunque un cliente di fascia alta, disposto a pagare anche un premium price fino al +30%. Per questi motivi, risulta fondamentale la “formazione” del consumatore e, seppur in maniera diversa, del distributore. Solo infatti quando il consumatore è consapevole riesce a percepire la qualità del prodotto. Tale formazione viene oggi fatta in modo indiretto tramite i canali distributivi.

Da una prospettiva di produzione, la strategia perseguita dall’Antica Macelleria Falorni è di automatizzare in chiave molto moderna ed efficiente solo le fasi del processo produttivo non a valore aggiunto (per esempio, la fase di etichettatura: che venga fatta manualmente o da una macchina, la qualità offerta al cliente non cambia).

Dal punto di vista organizzativo, l'azienda è stata formalmente divisa in diverse società (lo stabilimento produttivo, l'enoteca ed il negozio); tuttavia, dal punto di vista pratico, non vi è una divisione così marcata fra le diverse entità organizzative (per esempio, la parte amministrativa delle tre società è raggruppata nello stesso ufficio e l'unico modo per cogliere tale "divisione" è la disposizione in tavoli diversi all'interno dello stesso).

L'Antica Macelleria Falorni conta un organico di 25 persone, aventi un'età media di circa 43 anni. Per le posizioni rilevanti la ricerca del personale viene fatta a livello nazionale. Per le altre posizioni invece, il bacino di lavoratori da cui attinge l'azienda è la comunità locale: ad oggi, l'80% dei dipendenti risiedono nel comune di Greve in Chianti.

I principali stakeholders sono: (1) i clienti, nei confronti dei quali le tematiche di maggior importanza sono, come già detto, quelle legate alla "formazione" per consentire loro di apprezzare la qualità offerta. Un ruolo molto importante è dunque rappresentato dalla comunicazione. Non vi sono state nel passato rilevanti problematiche legate al tema dei diritti degli animali o simili. Vi è stato invece un consistente impatto delle comunicazioni OMS in merito alla carne. (2) I lavoratori, nei confronti dei quali l'azienda ha messo in campo alcune iniziative di formazione, che però sono state recepite con diversi livelli di entusiasmo e coinvolgimento da parte di diversi lavoratori. (3) La comunità, con la quale l'azienda dichiara di avere un rapporto di profondo legame. In passato l'azienda aveva supportato la scuola locale con l'acquisto di alcune lavagne interattive; l'iniziativa non ha però dato i frutti sperati ed ulteriori progetti in questo ambito sono stati accantonati. (4) I fornitori, nei confronti dei quali sono attive una serie di procedure per controllo della qualità della materia prima fornita. Tale controllo è centrale ed effettuato in maniera "naturale" durante il processo produttivo. A dimostrazione dell'importanza di questo fattore, in passato un fornitore è stato sostituito per problematiche legate alla qualità della carne.

Le ambizioni future dell'azienda sono quelle di crescita nei mercati fuori della Toscana e con prodotti di categorie merceologiche affini, lo sviluppo del sito web e dei canali e-commerce ed il potenziamento della catena distributiva (eventualmente con nuovi negozi di proprietà). Tali ambizioni derivano dalle esperienze delle imprese concorrenti a conduzione familiare, che hanno messo in luce una problematica fondamentale: la tendenza a vivere di eredità. Chiudendosi nel territorio diventa difficile innovare e le possibilità di diventare sempre meno profittevoli aumentano. A tal fine, e considerando le problematiche per l'ampliamento già citate, viene presa in considerazione in modo preponderante la cosiddetta crescita per "vie esterne", ovvero tramite acquisizioni di altre imprese già operanti nel settore.

3.4.2 Consorzio La Granda

«“La Granda” è un'associazione di allevatori nata nel 1996, i quali con l'aiuto e la regia del dott. Capaldo, hanno creduto e dato vita ad un progetto di rilancio della razza bovina piemontese e ad una rivalorizzazione del consumo di carne di qualità».



Gli azionisti di La Granda sono due, Sergio Capaldo e la società "Eataly", entrambi con quote del 50%. Nel management di La Granda vi è una figura che rappresenta la partecipazione di Eataly in azienda. Nonostante questo le linee strategiche vengono decise sostanzialmente da Sergio Capaldo (Eataly "avalla" le sue decisioni) e non sono mai state riscontrate problematiche in termini di governance fra i due soci.

La Granda è un'azienda che produce carni di diverse tipologie: dalle carni rosse (la famosa "Razza Piemontese" – il principale business dell'azienda), ai salumi, gli affettati in generale ed anche le carni bianche.

La Granda ha avuto subito molto successo, anche grazie alla collaborazione con Eataly. I competitor, tutti di dimensioni più piccole, si sono semplicemente limitati a copiare il modello di La Granda, senza ottenere però rilevanti risultati.

I canali di vendita sono principalmente due: (1) la distribuzione tradizionale (50%), tramite gli shop "Eataly" (30% è destinato all'export – 70% agli shop nazionali) ed il negozio di proprietà a Genola (CN) e (2) la ristorazione (50%).

La possibilità di entrare nella GDO con il marchio "La Granda" è invece stata scartata per non "annacquare" il brand. Potrebbe perciò essere ipotizzato in futuro un'entrata nella GDO con un altro brand (anche se al momento non vi è alcuna azione in atto in questo senso).

Le carni, business principale di La Granda, sono rinomate per la loro elevata qualità. Con il passare degli anni il business principale è stato poi affiancato anche dal reparto "cucina" in cui vengono sviluppati dei prodotti pronti (per esempio, sughi, ecc.) e, da ultimo, il reparto gelateria (che utilizza solo il latte della razza piemontese).

Lo stabilimento produttivo opera a "comparti stagni" (comparto carni rosse / comparto affettati / comparto carni bianche) al fine di prevenire una qualsiasi contaminazione fra prodotti. Per questi motivi, il ciclo produttivo prevede, dopo il taglio della carne, l'imballaggio in sacchetti sottovuoto. I prodotti provenienti dai diversi reparti, verranno a contatto solamente in fase di etichettatura quando però il prodotto è già stato sigillato.

Oltre che per questioni di sicurezza alimentare, l'imballo del prodotto sottovuoto consente potenzialmente all'azienda di perseguire una nuova strategia: l'entrata nel mercato delle forniture per bistrot, catene alberghiere che offrono servizio di ristorazione 24/7 (per esempio Altagamma) e piccoli wine bar. Questi esercizi, accomunati dal bisogno di avere un prodotto già porzionato e pronto per essere cucinato (i motivi possono essere diversi, per esempio dalla ovvia non convenienza

economica di pagare uno Chef durante le ore notturne per l'hotel che offre il room service 24/24 oppure la mancanza di spazio per una cucina da ristorante per il wine bar, ecc.), possono essere un mercato florido su cui La Granda può espandere il proprio business.

Per questi motivi, al fine di avere successo risulta fondamentale per La Granda la "formazione" del consumatore. Solo infatti quando il consumatore è consapevole riesce a percepire la qualità del prodotto diventando disponibile a pagare il premium price applicato dall'azienda. Le attività di comunicazione svolte in tal senso dall'azienda sono molteplici: da anni La Granda è un presidio "Slow Food", associazione che «tutela le piccole produzioni di qualità da salvaguardare poiché realizzate secondo pratiche tradizionali». Inoltre, potendo apporre accanto al proprio brand anche il brand "Eataly", l'azienda ha sicuramente guadagnato credito agli occhi dei clienti come icona della qualità "Made in Italy".

La Granda sta inoltre portando avanti una campagna informativa sul tema dell'agricoltura simbiotica per la cui pratica ha individuato uno specifico disciplinare adottato dagli allevatori. Tale pratica si fonda sull'utilizzo delle micorrize, dei microorganismi che, come hanno rivelato degli studi del CNR di Pisa, consentono di migliorare la fertilità del suolo e di supportare il miglior assorbimento da parte delle piante dei nutrienti presenti (non si rendono perciò necessari l'uso di fertilizzanti, fitofarmaci chimici o sementi ibride o OGM). Ciò si riflette a cascata sulla qualità della carne che risulta così più sana e ricca di proprietà benefiche.

La sostenibilità ambientale risulta perciò la chiave per l'ottenimento di un prodotto di qualità con caratteristiche di maggiore salubrità. Per tale motivo la società controlla che il disciplinare "agricoltura simbiotica" venga applicato con cura anche attraverso controlli sulla fertilità del suolo. Alla pratica dell'agricoltura simbiotica si sono poi affiancati studi di carbon e water footprint del prodotto.

I principali stakeholders per La Granda sono: (1) i clienti, nei confronti dei quali le tematiche di maggior importanza sono, come già detto, quelle legate alla

“formazione” per consentire loro di apprezzare la qualità offerta. Un ruolo molto importante è dunque rappresentato dalla comunicazione. Non vi sono state nel passato rilevanti problematiche legate al tema diritti animali o simili. Quanto al tema delle comunicazioni in merito alla carne dell’OMS, si è registrata una flessione nei consumi anche se, grazie all’impegno a comunicare i principi dell’agricoltura simbiotica e portando come base scientifica gli studi del CNR, tali conseguenze negative sono state attenuate (si mette dunque in mostra l’importanza della formazione del consumatore – i consumatori informati non hanno infatti smesso di comprare il prodotto La Granda). (2) I lavoratori, che l’azienda considera come il capitale aziendale di maggior importanza. In tal senso l’azienda ha messo in atto qualche iniziativa, come ad esempio l’allestimento di un fasciatoio per l’allattamento. (3) I fornitori, nei confronti dei quali sono sempre attive una serie di procedure per controllo della qualità della materia prima fornita. Anche agli allevatori viene riconosciuto il merito di una parte del premium price pagato dal cliente finale. Per questo motivo, purché gli allevatori seguano le direttive di qualità richieste da La Granda (i capi devono essere nutriti con mangimi derivanti da agricoltura simbiotica e deve inoltre essere garantita la completa tracciabilità della carne), viene versato in favore degli allevatori un prezzo maggiore per la materia prima. Il bacino dei fornitori prima di diventare presidio “Slow Food” era solo di 7 allevatori. L’aumento nel volume d’affari conseguente a tale certificazione ed alla collaborazione con Eataly ha portato il bacino attuale a 85 allevatori (con continue richieste di entrata da parte di altri), di cui circa 70 stabili (che hanno deciso di seguire il percorso di sviluppo di La Granda adattandosi costantemente alle richieste di miglioramento qualitativo dei processi produttivi) e 15 che cambiano in funzione del rispetto delle caratteristiche qualitative richieste dall’azienda. (4) La comunità, con la quale l’azienda dichiara di avere un rapporto di profondo legame, anch’esso legato indirettamente alla selezione dei fornitori di materia prima. (5) Le istituzioni, in particolare le università, come partner per la ricerca applicata

necessaria a supportare il progetto di agricoltura simbiotica, le forze dell'ordine e le scuole.

Le ambizioni future dell'azienda si articolano in due filoni interrelati fra loro: (a) la prosecuzione degli studi sulle tecniche agronomiche attraverso le quali si punta così a dimostrare e perciò a promuovere il valore dell'agricoltura simbiotica (che già comunque è un marchio registrato – il consorzio è aperto ad accogliere tutte le imprese che ne fanno domanda purché, ovviamente, ne rispettino lo standard, al fine di presentare il marchio “Eco-simbiotico” come un modello di alimentazione completo: dalla carne, alle verdure, al vino, ecc.). (b) La crescita nel mercato, facendo leva soprattutto su ciò che fa la differenza rispetto ai competitor, la qualità ma in particolare la produzione da agricoltura simbiotica. Tale crescita potrebbe essere raggiunta anche tramite l'ottenimento di “La Granda Point”, ovvero corner dedicati ai prodotti La Granda nei negozi di alimentari.

3.4.3 Individuazione dei Fattori Critici di Successo (FCS)

A valle delle visite nelle due aziende, che sono state condotte secondo la metodologia semi-structured interview, l'analisi incrociata dei dati raccolti ha così consentito la determinazione di una serie di fattori critici di successo.

- Acquisizione di certificazioni di sostenibilità;
- Attenzione alle dinamiche di mercato esterno da parte dei lavoratori;
- Brand recognition in quanto “Made in Italy”;
- Brand recognition in una prospettiva di sostenibilità ambientale (emissioni, packaging, ecc.);
- Capacità di gestire le politiche di finanziamento;
- Sviluppo della gamma di prodotti offerti;
- Sviluppo della rete di vendita;
- Capacità di proporre prodotti con contenuti salutistici;
- Controllo qualità delle materie prime in entrata;

- Efficienza nell'utilizzo della manodopera diretta;
- Formazione del consumatore (atta a consentire di percepire la qualità);
- Gestione del tempo;
- Integrazione dell'azienda nel territorio in cui opera;
- Mantenimento ed accrescimento know-how produttivo della proprietà e dei lavoratori;
- Motivazione e soddisfazione della forza lavoro;
- Premium price riconosciuto per la maggiore qualità del prodotto;
- Raggiungimento del cliente;
- Sviluppo dei canali di e-commerce;
- Tecnologie per la gestione delle fasi a basso valore aggiunto.

3.4.4 Dai Fattori Critici di Successo agli Indicatori (KPI)

Lo step successivo consiste nella clusterizzazione dei fattori critici di successo appena individuati in dei macro-aggregati. Di seguito in Figura 10 e Figura 11 vengono illustrate due proposte originali ispirate da modelli già esistenti.

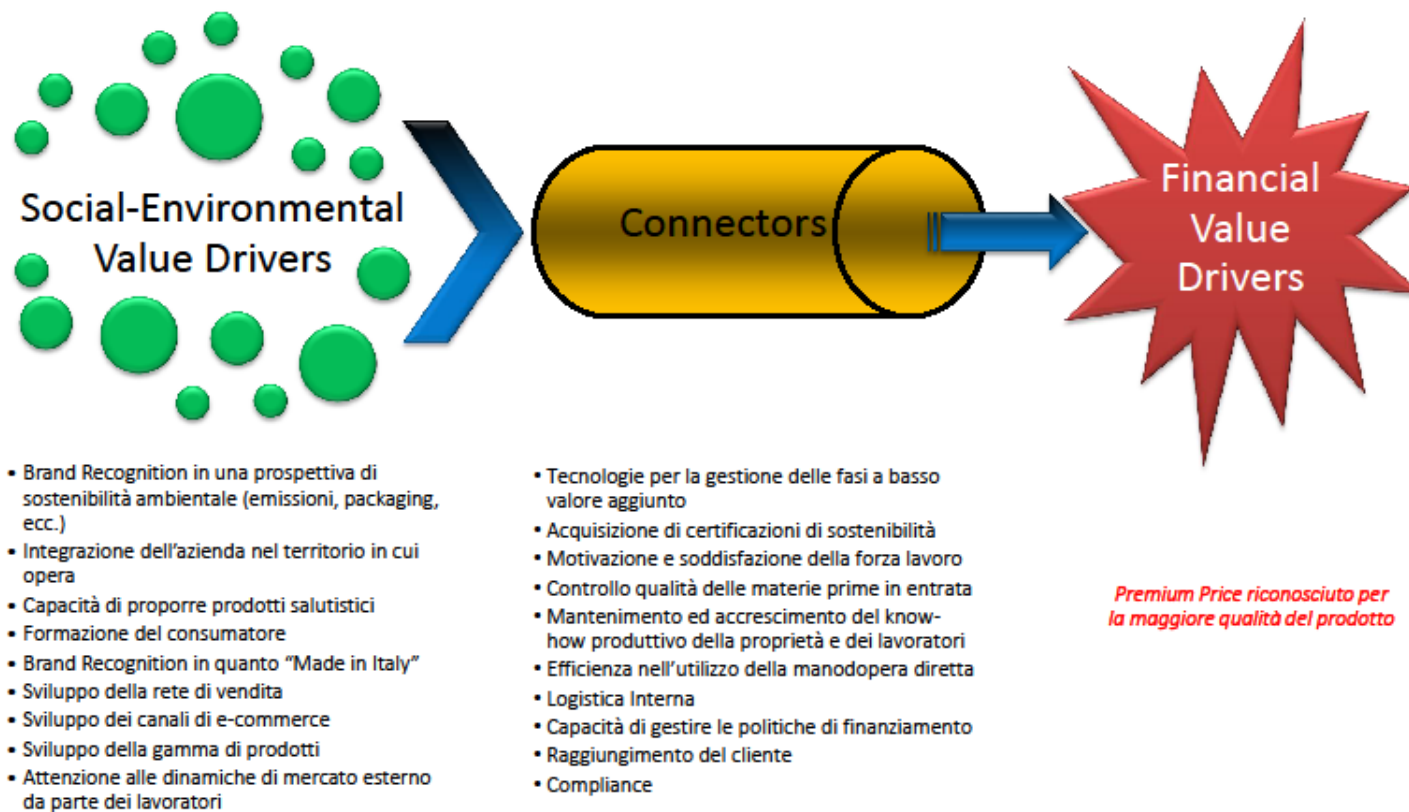


Figura 11. Elaborazione personale da Bertoneche, M. e Van Der Lugt, C., "Finding the God Particle of the Sustainability Business Case: Greener Pastures for Shareholder Value", Harvard Business School Working Paper, No. 13-072, Febbraio 2013

- I "connectors" in tal caso vengono intesi come i mezzi o le attività grazie ai quali i value drivers socio-ambientali riescono a creare valore finanziario.

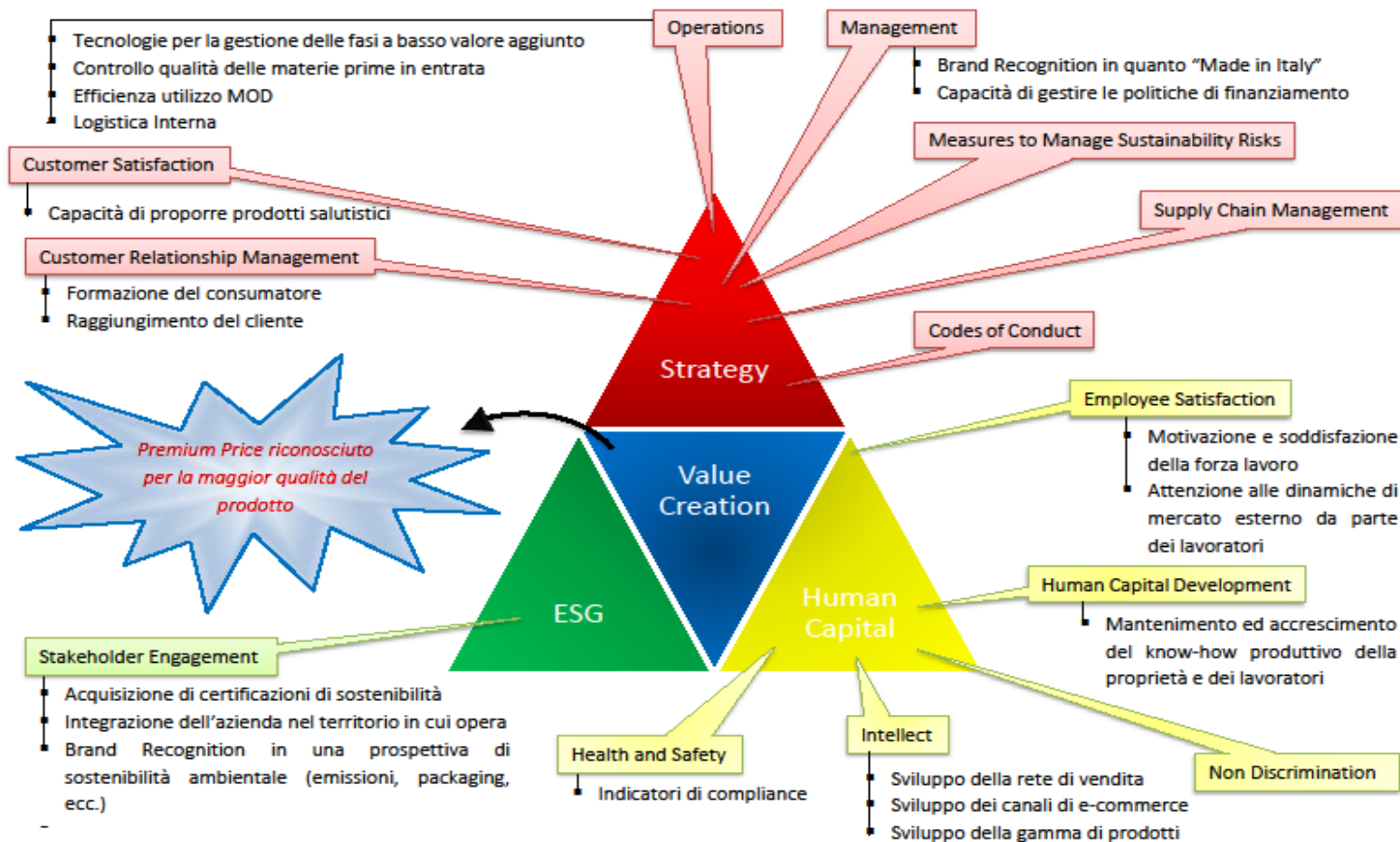


Figura 12. Elaborazione personale da Venturelli, A., Caputo, F., Leopizzi, R., Mastroleo, G., Mio, C., *How can CSR identity be evaluated? A pilot study using a Fuzzy Expert System*

A questo punto, sarà richiesto a Garnell SGR di dare una priorità a queste macro-aree al fine di identificare quelle di maggior interesse e concentrare su quelle il focus. Tale metodologia porterà dunque alla selezione di circa tre indicatori per macro-area andando così a comporre un framework di una decina di indicatori significativi della situazione in cui si trova l'impresa oggetto di valutazione.

CONCLUSIONI

Da quanto illustrato nell'elaborato, è facile capire quali siano le potenzialità in ambito socio-ambientale dell'impact investing per l'economia nel suo complesso. A grandi potenzialità corrispondono, come sempre, grandi sfide da affrontare: in tal campo, la principale è la quantificazione dell'impatto generato. Come abbiamo visto, infatti, solo grazie alla misurazione dell'outcome è possibile favorire lo sviluppo del settore degli investimenti ad impatto.

Negli anni la letteratura ha proposto una molteplicità di framework di misurazione delle performance che tengono conto anche della dimensione extra-finanziaria. Il primo scoglio che si incontra nella misurazione è però quello del costo, sia in termini di tempo che di denaro. Per arrivare a rendicontare dimensioni extra-finanziarie è necessario infatti disporre di strutture formalizzate che si occupino della fase di raccolta dei dati e della successiva preparazione della reportistica. A ciò si deve aggiungere inoltre che gli unici sistemi di asseverazione della performance extra-finanziaria non sono open source e richiedono perciò il pagamento di una fee (vedi ad esempio il GIIRS). I framework open source sono invece spesso approcci basati su principi e di conseguenza il problema che li accomuna è il rimanere "staccati" dalla realtà: tutti dicono cosa in teoria si dovrebbe fare ma, al momento di passare al lato pratico della misurazione, nessuno propone un set di indicatori o una lista di parametri da misurare.

In un contesto di questo tipo, diventa dunque difficile per una piccola impresa (che solitamente non dispone di strutture informative aziendali formalizzate e che non può permettersi di pagare fee di asseverazione) giustificare di fronte a degli stakeholders il modo in cui determinate somme di denaro sono state investite ed hanno prodotto determinati rendimenti senza, appunto, disporre

di dati che dimostrino un più ampio ritorno in altre dimensioni, ovvero in campo ambientale e/o sociale.

Come dimostrato, l'assenza di informazioni non finanziarie può pregiudicare la decisione di investimento da parte di un soggetto terzo che crede nelle potenzialità di un'impresa. Come fare allora per capire se l'opportunità merita fiducia o meno? L'obiettivo di questo elaborato era proprio quello di rispondere a questa domanda fornendo un nuovo strumento di valutazione open source della sostenibilità di un'azienda. Il focus, essendo sulla valutazione di aziende di piccole dimensioni, richiede di arrivare alla definizione di un framework sintetico e semplice da capire per tutti. A tal fine dunque, è stata adottata una metodologia di lavoro originale, che ha visto gli schemi tradizionali ripresi dalla letteratura solo come il punto di partenza per la definizione del nuovo modello. Attraverso il lavoro sul campo che ha visto il coinvolgimento di ben tre aziende, Garnell SGR in quanto promotrice del progetto ed Antica Macelleria Falorni e del consorzio La Granda come soggetti partecipanti, è stato possibile individuare le determinanti comuni del successo di due "top-player" del settore e di conseguenza rivedere i modelli proposti dalla letteratura alla luce di queste determinanti.

Questo lavoro ha così portato alla creazione ex-novo di un modello di valutazione a 360° della performance di piccole imprese che passa per la misurazione di solamente una decina di indicatori: questo consente così di superare in contemporanea i due limiti principali all'uso dei framework già esistenti. Il metodo si basa infatti su indicatori di performance e non su principi (che devono invece essere interpretati); inoltre, esso consente di limitare i costi da sostenere per la misurazione (misurare 10 indicatori richiede molto meno tempo che misurare tutti quelli che richiede uno standard come l'IRIS ad esempio), senza far sì però che tale sinteticità vada ad inficiare sull'attendibilità e sulla completezza della valutazione.

Ulteriori sviluppi di questo lavoro potrebbero innanzitutto focalizzarsi su un'applicazione ad un numero più ampio di aziende al fine di ottenere maggiori evidenze a supporto della validità del modello proposto. Altre fasi della ricerca potrebbero poi seguire la costruzione del sistema di rating associato al framework (occorre ricordare infatti che la richiesta iniziale mossa da Garnell SGR era di formalizzare uno strumento di valutazione che consentisse di ottenere un ranking dall'analisi delle aziende) ed infine, un ultimo filone potrebbe seguire la definizione dei set di "indicatori specifici", ovvero una serie indicatori integrativi da affiancare a quelli del framework principale per una più completa ed affidabile valutazione di determinati comparti legati al mondo dell'agrifood (per esempio, macchinari agricoli, agroindustria di trasformazione, ecc.).

BIBLIOGRAFIA

Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*, 2011

Ainsworth, D., *Social Impact “Is Measured Wrongly”*, in “Third Sector”, 20-11-2008, p. 11

Ainsworth, D., *Warning Over Social Impact Assessment*, in “Third Sector”, 14-09-2010, p. 7

Almeida, A. A. *A Influência do Private Equity e Venture Capital sobre a Informatividade dos Lucros no Mercado Brasileiro*, Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Espírito Santo, 2013

Andrews, C., *Is SROI the Future of Impact Reporting?*, 2009

Antolín-Lopez, R., Delgado-Ceballos, J., Montiel, I., *Deconstructing Corporate Sustainability: a Comparison of Different Stakeholder Metrics*, Journal of Cleaner Production, 2016

Antonaras, A., Iacovidou, M., Memtsa, C., *Measuring Social Return On Investment Using The EBEN GR Business Ethics Excellence Model*, in “Business and Law”, 2011, Vol. 6 n. 1, pp. 69 – 89

Arvidson, M., *Impact and Evaluation in the UK Third Sector: Reviewing Literature and Exploring Ideas*, Working Paper 27, Birmingham Third Sector Research Centre, University of Birmingham, 2009

Arvidson, M., Lyon, F., McKay, S., Moro, D., *The Ambitions and Challenges of SROI*, Working Paper 49, Birmingham Third Sector Research Centre, University of Birmingham, 2010

Bain & Company Inc., *Global Private Equity Report*, 2013

Balboa, M., Martí, J., *An Integrative Approach to the Determinants of Private Equity Fundraising*, Proceedings of the EFMA 2004 Basel Meetings Paper, Luglio 2004

Bassen, A., Kovács, A. M., *Environmental, Social and Governance Key Performance Indicators from a Capital Market Perspective*, 2008

Baughn, C. C., Neupert, K. E., *Culture and National Conditions Facilitating Entrepreneurial Start-Ups*, Journal of International Entrepreneurship, 1(3), pp. 313 – 330, 2003

Bengo, I., Ratti, M., *Datemi una Leva...Nuovi Strumenti di Filantropia e Finanza per il Sociale*, in “Impresa Sociale”, n. 4, 11-2014, p. 52

Bertoneche, M., Van Der Lugt, C., *Finding the God Particle of the Sustainability Business Case: Greener Pastures for Shareholder Value*, Harvard Business School Working Paper, No. 13 – 072, Febbraio 2013

Best, H., Harji, K., *Social Impact Measurement Use Among Canadian Impact Investors*, Purpose Capital’s Final Report, Febbraio 2013

Black, B. S., Gilson, R. J., *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets*, Journal of Financial Economics, 47(3), pp. 243 – 277, 1998

Bricco, P., *Il Fronte Anglo-Sassone Dei Social Impact Bond*, in “Il Sole 24 Ore”, 12-02-2014, p. 13

Burdge, R. J., Vanclay, F., *Social Impact Assessment: a Contribution to the State of the Art Series*, in "Impact Assessment", vol. 14, pp. 59-86, 1996

Clark, C., Rosenzweig, W., Long, D., Olsen, S., *Double Bottom Line Project Report: Assessing Social Impact In Double Bottom Line Ventures*, Methods Catalog, 2004

Clark, C., Rosenzweig, W., Long, D., Olsen, S., *Double Bottom Line Project Report: Assessing Social Impact in Double Bottom Line Ventures*, 2006

Comitato Economico e Sociale Europeo, *La Misurazione Dell'impatto Sociale*, Parere d'Iniziativa, 10-12-2013

Comitato Economico e Sociale Europeo, *Non Solo PIL: Misurare il Progresso in un Mondo in Cambiamento*, Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, 20-08-2009

Comitato Economico e Sociale Europeo, *Oltre il PIL: Strumenti per Misurare lo Sviluppo Sostenibile*, Parere d'Iniziativa, 30-04-2009

Commissione Europea, *Approcci Proposti per la Misurazione dell'Impatto Sociale*, 2015

Commissione Europea, *Impact Analysis: Study on Baseline and Impact Indicators for RDP 2007-2013*

Committee on Social Measurement of American Institute of Certified Public Accountants, *The Measurement of Corporate Social Performance*, in “The Journal of Accountancy”, p. 103, Novembre 1977

Community Foundations of Canada, *Choosing a Strategy: Theory of Change*, 2012

Comodo, G. C., *Uma Análise Comparativa entre as Estruturas de Private Equity e Venture Capital nos EUA e no Brasil*, Dissertação de Mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, 2009

Cullen, J., Gordon, H. R., *Taxes and Entrepreneurial Activity: Theory and Evidence for the U.S.*, National Bureau of Economic Research, Working Paper, nº 9015, Cambridge, 2002

Cumming, D., Fleming, G., Schwienbacher, A., *Legality and Venture Capital Exits*, Journal of Corporate Finance, 12(2), pp. 214 – 245, 2006

Dos S. Dias, S. Macedo, *Private Equity and Venture Capital Funds: What Drives the Demand and Supply?*, Brazilian Administration Review, 13-06-2016

E.T. Jackson & Associates, *Accelerating Impact: Achievements, Challenges and What’s Next in Building the Impact Investing Industry*, Rockefeller Foundation, 2012

Emerson, J., Wachowicz, J., Chun, S., *Social Return on Investment: Exploring Aspects of Value Creation in the Non-Profit Sector*, The Roberts Foundation, San Francisco, 2000

EticaNews, *Slow Food e Garnell Presentano il Fondo di Private Equity Agrifood One*, 14-12-2016

European SROI Network, *SROI Benefits*, 2009

European SROI Network, *The Monetisation Principle*, 2009

Fondazione Sodalitas, *Introduzione alla Finanza Sociale*, Quaderno, 2015

Fondazione Utilitatis, *Sostenibilità come Leva di Qualità e Sviluppo: Analisi di Benchmarking della Sostenibilità nelle Utilities Italiane*, 19-10-2016

Forum per la Finanza Sostenibile, *Engagement su Temi di Sostenibilità: le Società Quotate ed il Dialogo con gli Investitori*, 2015

Freudenburg, W. R., *Social Impact Assessment*, Annual Review of Sociology, vol. 12, pp. 451-478, 1986

Gair, C., *SROI Act II: a Call to Action for Next Generation SROI*, REDF, San Francisco, 2009

Garengo, P., Biazzo, S., Umit, S. B., *Performance Measurement Systems in SMEs: a Review for a Research Agenda*, International Journal of Management Reviews, 7:1 pp. 25-47, 2005

Gentile, M., C., *Social Impact Management: a Definition*, Discussion Paper II, Aspen ISIB: The Aspen Institute, 2000

Gionelli, S. P. O., *Os Gestores de Private Equity e Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa das Investidas? Evidências das Empresas Estreantes na Bovespa*, Dissertação de Mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, 2008

Global Reporting Initiative, *G4 Sustainability Reports Guidelines*, 2013

Golden, K., Hewitt, A., McBane, M., *MaRS Whitepaper Series: Social Entrepreneurship – Social Impact Metrics*, 2010

Gompers, P. A., Lerner, J., *What Drives Venture Fundraising?*, *Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics*, pp. 149 – 204, 1998

Gompers, P., Lerner, J., *The Venture Capital Revolution*, *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 145 – 168, 2001

Gray, J., Ashburn, N., Douglas, H., Jeffers, J., Musto, D., Geczy, C., *Great Expectations: Mission Preservation and Financial Performance in Impact Investments*, Wharton School – Pennsylvania University, 2015

Groh, A. P., von Liechtenstein, H., Lieser, K., *The European Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indices*, *Journal of Corporate Finance*, 16(2), pp. 205 – 224, 2010

GSIA, *Global Sustainable Investment Review*, 2014

Hadad, S., Găucă, O., *Social Impact Measurement In Social Entrepreneurial Organizations*, in “Management & Marketing. Challenges for the Knowledge Society”, Vol. 9 n. 2, pp. 119-136, 2014

Hart, T., Houghton, G., *Assessing the Economic and Social Impact of Social Enterprise: Feasibility Report*, Hull Centre for City and Regional Studies, University of Hull, 2007

Incorvati, L., *La Finanza Etica Deve Farsi Conoscere Di Più*, in “Il Sole 24 Ore”, p. 11, 05-11-2013

Jackson, E., MacPherson, N., Gariba, S., Ofir, Z., Slides for the 6th AfrEA Conference, Accra International Conference Center, Gennaio 2012

Jeng, L., Wells, P. C., *The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries*, Journal of Corporate Finance, 6(3), pp. 241 – 289, 2000

KPMG, *Sustainable Insight: Unlocking the Value of Social Investment*, Maggio 2014

La Finanza che Include: gli Investimenti ad Impatto Sociale per una nuova economia, Rapporto italiano al G7, Settembre 2014

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W., *Legal Determinants of External Finance*, The Journal of Finance, 52(3), 1131 – 1150, 1997

La Ricetta Ideata Sul Lago Di Como, in “Il Sole 24 Ore”, p. 36, 31-05-2016

Latané, B., *The Psychology of Social Impact*, American Psychologist, vol. 36, no. 4, pp. 343-356, 1981

Lee, S. M., Peterson, S. J., *Culture, Entrepreneurial Orientation and Global Competitiveness*, Journal of World Business, 35(4), pp. 401 – 416, 2000

Lingane, A., Olsen, S., *Guidelines for Social Return on Investment*, California Management Review, pp. 35 – 116, 2004

Lodi, M., *Social Bond Ad Alto Gradimento*, in “Il Sole 24 Ore”, 18-03-2013, p. 17

Lopes, A. B., Furtado, C. V., *Private Equity na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Privada*, Revista Contabilidade & Finanças, 7(2), pp. 108 – 126, 2006

Maas, K., Liket, K., *Social Impact Measurement: Classification of Methods*, Working Paper, Erasmus University of Rotterdam, 2011

Maccaferri, A., *La Valutazione Dell'impatto Per Investimenti Più Efficaci*, in "Il Sole 24 Ore", p. 14, 03-05-2016

Martin, M., *Driving Innovation through Corporate Impact Venturing: a Primer on Business Transformation*, Impact Economy Primer Series, Vol. 3, 2014

Martin, M., *Making Impact Investible*, Impact Economy Working Papers Vol. 4, 2013

Matthews, J., Sternlicht, D. per Cambridge Associates & Bouri, A., Mudaliar, A., Schiff, H. per GIIN, *Introducing the Impact Investing Benchmark*, Working Paper, 2015

Millar, R., Hall, K., *Social Return on Investment and Performance Measurement*, in "Public Management Review", 2013, Vol. 15 n. 6, pp. 923 – 941

Moody, M., Littlepage, L., Paydar, N., *Measuring Social Return on Investment - Lessons from Organizational Implementation of SROI in the Netherlands and the United States*, in "Nonprofit Management & Leadership", Vol. 26 n. 1, 2015

Mulgan, G., *Measuring Social Value*, Stanford Social Innovation Review, 2010

New Economic Foundation, *Social Return on Investment*, 2009

New Philanthropy Capital, *Social Return on Investment*, Position Paper, Aprile 2010

Nguyen, L., Szkudlarek, B., Seymour, R. G., *Social Impact Measurement In Social Enterprises: An Interdependence Perspective*, in "Canadian Journal of Administrative Sciences", Vol. 32 n. 4, pp. 224-237, 2015

Nicholls, J., *Why Measuring and Communicating Social Value can help Social Enterprise become More Competitive*, London Cabinet Office, 2007

O'Donohue, N., C. Leijonhufvud and Y. Saltuk, *Impact Investments: An Emerging Asset Class*, J.P. Morgan Global Research, 2010

OECD, *Social Entrepreneurship – Social Impact Measurement for Social Enterprises*, Policy Paper, n. 10, Luglio 2015

OECD, *Social Impact Investing: Building The Evidence Base*, OECD Guide, 2015

Olsen, S., Galimidi, B., *Impact Measurement Approaches: Recommendations to Impact Investors*, 2008

Peano, C., Tecco, N., Dansero, E., Girgenti, V., Sottile, F., *Evaluating the Sustainability in Complex Agri-Food Systems: The SAEMETH Framework*, Sustainability, 2015

Peattie, K., Morley, A., *Social Enterprises: Diversity and Dynamics, Contexts and Contributions – a Research Monograph*, Cardiff ESRC Centre for Business Relationships, 2008

Ridley Duff, R., Seamour, P., Bull, M., *Measuring Social Outcomes and Impacts*, in "Understanding Social Enterprise: Theory and Practice", Sage, pp. 230-246, London, 2011

Robertson, S., *Social Metrics, Outcomes Evaluation and Social Return On Investment*, in association with HRSDC, 2012

Romain, A., van Pottelsberghe de la Potterie, B., *The Determinants of Venture Capital: a Panel Data Analysis of 16 OECD Countries*, Working Paper, Research Institute in Management Sciences, Université Libre de Bruxelles, 2004

Rotheroe, N., Richards, A., *Social Return on Investment and Social Enterprise: Transparent Accountability for Sustainable Development*, *Social Enterprise Journal* 3:1, pp. 31 – 48, 2007

Ryan, P.W., Lyne, I., *Social Enterprise and the Measurement of Social Value: Methodological Issues with the Calculation and Application of the Social Return on Investment*, in “Education, Knowledge and Economy”, pp. 37 – 223, 2008

Salamon, L. M., *New Frontiers of Philanthropy: A Guide to the New Tools and New Actors that are Reshaping Global Philanthropy and Social Investing*, Oxford University Press, 2014

Saltuk Y., El Idrissi, A. per J. P. Morgan & Bouri, A., Mudaliar, A., Schiff, H. per GIIN, *Eyes on the Horizon. The Impact Investor Survey*, Working Paper, 04-05-2015

Schertler, A., *Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: a Dynamic Panel Data Analysis*, Working Paper, n° 1172, Kiel Institute for the World Economy, 2003

Sheridan, K., *Measuring the Impact of Social Enterprise*, in “British Journal of Healthcare Management”, pp. 56 – 152, 2011

Social Enterprise Partnership UK, *SEP Project Overview*, October 2003

Social Impact Investment Taskforce, *Impact Investment: the Invisible Heart of Markets, Harnessing the Power of Entrepreneurial Innovation and Capital for Public Good*, 2014

Social Impact Investment Taskforce, *La Finanza che Include: gli Investimenti ad Impatto Sociale per una Nuova Economia*, 2014

Social Investment Scotland, *Social Impact Report 2015*, 2015

Social Value UK, *Starting Out On SROI*, 2014

Social Ventures Australia Consulting, *Social Return on Investment, Lessons Learned in Australia, Investing in Impact Partnership*, 2012

T. Tuan, M., *Profiles of Eight Integrated Cost Approaches to Measuring and/or Estimating Social Value Creation*, The Bill & Melinda Gates Foundation, Impact Planning and Improvement Division, 15-12-2008

The International Integrated Reporting Council (IIRC), *Capitals – Background Papers for <IR>*, Working Paper, March 2013

The SROI Network, *A Guide to Social Return on Investment*, 2012

Thomas, P., *Performance Measurement, Reporting and Accountability: Recent Trends and Future Directions*, Public Policy Paper Series, n. 23, The Saskatchewan Institute of Public Policy, 2004

Thornley, B., Dailey, C., *Building Scale in Community Impact Investing through Nonfinancial Performance Measurement*, 2010

Venturelli, A., Caputo, F., Leopizzi, R., Mastroleo, G., Mio, C., *How can CSR identity be evaluated? A pilot study using a Fuzzy Expert System*, Journal of Cleaner Production, n. 141 (2017), pp. 1000 – 1010

Weber, O., *Impact Measurement In Microfinance: Is The Measurement Of The Social Return On Investment An Innovation In Microfinance?*, in “Journal of Innovation Economics & Management”, n. 11, pp. 149 – 171, 2013

Weinstein, M., Esposito Lamy, C., *Measuring Success: How Robin Hood Estimates the Impact of Grants*, Robin Hood Foundation, 2009

Williams, J., Wilkinson, K., Castillo, E. M., Espinoza, M., et al., *Four Steps to Sustainability*, The Journal of Record, n. 2 (4), 234 – 239, 2009

Wisener, R., Anderson, S., *Social Metrics in Canada: An Environmental Scan*, 2010

Zimmerman, J., Stevens, B., *The Use of Performance Measurement in South Carolina Nonprofits*, Nonprofit Management and Leadership, pp. 27 – 315, 2006

SITOGRAFIA

<http://www.ronaldcohen.org>

<http://socialvalueuk.org/what-is-sroi>

<http://www.aspenisib.org>

<http://www.cfcfcc.ca/poverty/choosing-strategy-theory-change-e.cfm>

http://www.charitytimes.com/pages/ct_features/september07/text-features/ct_September07_feature1_go_figure.htm

<http://www.community-wealth.org/pdfs/articles-publications/social/paper-rosenzweig.pdf>

<http://www.economicpartnerships.com>

<http://www.iris.thegiin.org>

http://www.neweconomics.org/gen/newways_socialreturn.aspx

http://www.philanthrocapital.org/publications/improving_the_sector/charity_analysis/sroi_position_paper.aspx

<http://www.publications.gov.sk.ca/details.cfm?p=12253>

http://www.riseproject.org/DBL_Methods_Catalog.pdf

http://www.siaassociation.org/wp-content/uploads/2012/05/RIIC_Report_Final.pdf

<http://www.socialventures.com.au/wp-content/uploads/2010/08/SROI-Lessons-Learned-Report-SVA-2012.pdf>

http://www.sroi-europe.org/index.php?article_id=18&clang=1

http://www.sroi-europe.org/index.php?article_id=21&clang=1

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

http://www.impacteconomy.com/papers/IE_WP4_IT.pdf

http://socialfinance.ca/uploads/documents/Social_Metrics_SiMPACT_Feb_2012_FINAL.pdf

http://www.fcpartners.eu/PRIVATE_EQUITY.pdf

http://www.finanze.net/news-Cos_il_Private_Equity-93.html

http://www.bain.com/Images/BAIN_REPORT_Global_Private_Equity_Report_2013.pdf

http://portais4.ufes.br/posgrad/teses/tese_5939 DISSERTA%C7%C3O%20ANDR%C9%20PDF.pdf

http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf

http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/1998-micro/1998_bpeamicro_gompers.pdf

<http://blog.startupitalia.eu/79321-20151023-aifi-private-equity-2015-primosemestre>

<http://www.aifi.it/press-room/comunicati/5345-dati-2015-private-equity-e-venture-capital-raddoppi/>

<http://www.quadrivosgr.com/i-fondi-italiani-dominano-il-mercato-e-vanno-a-caccia-di-pmi>

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

<http://www.lagrande.it>

Ringraziamenti

Ringrazio innanzitutto la Prof.ssa Chiara Mio per avermi consentito di partecipare attivamente a questo progetto stimolante, innovativo e di indubbia importanza, data la visibilità che ne è stata data sui quotidiani e nei notiziari online.

Un sentito grazie va anche al Prof. Marco Fasan, che mi ha supportato e consigliato nelle fasi di ricerca e sviluppo delle proposte di framework.

Un ringraziamento è dovuto anche a Filippo La Scala, amministratore delegato di Garnell SGR, per avermi consentito di partecipare al progetto e per essere stato sempre cordiale e disponibile per chiarimenti ed approfondimenti.

Ringrazio anche Antica Macelleria Falorni e Consorzio La Granda per l'ospitalità e la cordialità con cui ci hanno accolto nella loro sede in occasione delle visite in azienda.

Infine, un grande grazie va anche ai miei genitori che mi hanno consentito di arrivare fino a qui ed a tutti i miei amici e compagni di corso che hanno reso soprattutto gli ultimi due anni di università un periodo sicuramente fantastico.

Last but not least, I would like to thank Marloes for her infinite patience with me (especially in the last month) and for having always me supported.