Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea

Amministrazione,
Finanza e controllo

Tesi di Laurea

Impact Investing: il ruolo delle PMI

Relatore
Ch. Prof. Enrico Maria Cervellati

Correlatore
Ch. Prof. Bagnoli Carlo

Laureando
Sebastiano Comin
836192

Anno Accademico
2017 / 2018

Indice

Introduzione

1. **Una nuova tendenza di investimento: l'impact investing**
   1.1. Investimenti ad impatto: definizione e caratteristiche
   1.2. Il mercato
      1.2.1. Domanda
      1.2.2. Offerta
   1.3. Barriere nel mercato ad impatto
   1.4. Misurazione dell'impatto
      1.4.1. Misurazione dell'impatto sociale
      1.4.2. Misurazione dell'impatto ambientale
      1.4.3. Le ragioni della misurazione dell'impatto

2. **Strategia di investimento alternativa**
   2.1. Strumenti finanziari
   2.2. Vantaggi e svantaggi dell'inserimento di strumenti impact in un portafoglio tradizionale
   2.3. Possibilità di investimento

3. **Il ruolo dei Minibond**
   3.1. Lo scenario macroeconomico
   3.2. Definizione
   3.3. La situazione in Italia
      3.3.1. La normativa e il mercato ExtraMOT PRO
      3.3.2. Le imprese emittenti
      3.3.3. Costi e motivazioni del collocamento
      3.3.4. L'analisi dei bilanci
      3.3.5. Il rating

4. **PMI e Impact Investing**
   4.1. Finanza sostenibile per PMI
   4.2. Impact Investing: situazione italiana
   4.3. I Minibond come possibile soluzione

Conclusioni

INTRODUZIONE

In questo periodo storico segnato da crisi economiche ed incertezze, la finanza ha assunto sempre di più un ruolo fondamentale all'interno dell'economia mondiale. La crisi del 2008 nata inizialmente nel mercato Americano, ha poi colpito i mercati di tutto il mondo con conseguenze che ancora oggi si possono vedere in molti paesi. Una delle motivazioni che hanno portato alla crisi del 2008 era la natura degli investimenti i quali avevano come unico obiettivo quello di trarre il maggior profitto possibile dalle transazioni, spesso a discapito dell'ambiente e della società.

È proprio in quegli anni che i grandi attori del mondo finanziario hanno iniziato a ripensare al ruolo della finanza. Si è quindi affermata sempre di più la finanza etica che permette agli investitori di scegliere dove allocare le proprie risorse anche tenendo conto delle valutazioni etiche e morali indipendenti dalla valutazione prettamente finanziaria. In particolare è andata sviluppandosi, trovando sempre più seguito, l'idea di poter generare un impatto positivo sia in ambito sociale che ambientale tramite l'allocazione di investimenti mirati privati e pubblici. Questa idea prende il nome di "impact investing", mira a creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso attraverso una strategia di investimento orientata al medio - lungo periodo. Nella valutazione di imprese e istituzioni viene integrata l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo. L'investimento ad impatto è un termine relativamente nuovo, utilizzato per descrivere gli investimenti effettuati in molte classi di attività, settori e regioni ciò nonostante la crescita delle masse gestite secondo la strategia dell'impact investing, confermata anche dall'Annual Impact Investor Survey del GIIN, si aggira intorno ai US$114 miliardi.

Si percepisce come questo tipo di finanza abbia acquisito in poco tempo tanta importanza e possa essere in futuro un approccio applicabile a

sempre più realtà. L'impact Investing ha infatti da offrire molte opportunità non solo in ambito socio-ambientale ma anche all'economia reale e alle imprese. In un mercato del terzo settore in cui le realtà operanti sono medio piccole e spesso distanti al mondo della finanza, risulta interessante analizzare il ruolo che potrebbero ricoprire le PMI ,nello sviluppo dell'Impact Investing tramite l'utilizzo degli strumenti finanziari più appropriati e allo stesso come la finanza ad impatto possa aiutare le piccole e medie imprese a reperire il capitale necessario per finanziare i propri progetti.

Nel primo capitolo verranno descritte le caratteristiche principali che deve avere un investimento per essere considerato ad impatto e come misurare gli effetti che esso genera realmente. Verrà poi data una panoramica generale del mercato di riferimento, andando ad analizzare da una parte gli investitori al suo interno e i loro obiettivi, dall'altra gli enti che attualmente offrono prodotti ad impatto e gli strumenti finanziari a disposizione. Per concludere verranno esposte le limitazioni che ad oggi stanno frenando l'espansione del mercato impact, proponendo poi nel terzo e quarto capitolo una parziale soluzione.

Nel secondo capitolo si propone una strategia di investimento comprendente strumenti finanziari di Impact investing. Dapprima verranno quindi esposti i principali strumenti finanziari Impact e i possibili vantaggi e svantaggi derivanti da un investimento di questo tipo. Si passerà poi ad una panoramica sulle attuali principali opportunità.

Nel terzo capitolo l'analisi si concentrerà su uno degli strumenti finanziari ad impatto: i minibond. Verranno analizzate le caratteristiche delle imprese che emettono questo tipo di strumenti con particolare riguardo alla situazione italiana.

Nel quarto e ultimo capitolo verrà esposta la situazione della finanza sostenibile per le PMI e verrà proposto l'Impact Investing e l'utilizzo dei

Minibond come possibile soluzione alla difficoltà di reperimento del credito.

CAPITOLO 1

UNA NUOVA TENDENZA DI INVESTIMENTO: L'IMPACT INVESTING

1.1 Investimenti ad impatto: definizione e caratteristiche

L'impact Investing è una strategia di investimento sostenibile o SRI (dall'inglese, sustainable and responsible investment). L'investimento sostenibile e responsabile mira a creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso attraverso una strategia di investimento orientata al medio – lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo o ESG dall'inglese Environment, Social and Governance[1]. Si esclude quindi singoli emittenti o settori o paesi dagli investimenti possibili, sulla base di determinati principi e valori. Non vengono presi in considerazione investimenti in imprese che producono armi, pornografia, tabacco, test sugli animali e sfruttamento del personale, per quanto riguarda invece all'impatto ambientale e in particolare ai cambiamenti climatici vengono generalmente escluse le aziende legate ai combustibili fossili. Secondo la definizione del Global Impact Investing Network (GIIN) – organizzazione di riferimento a livello internazionale – con l'espressione "impact investing" si fa riferimento ad investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intento di generare un impatto sociale e ambientale misurabile e in grado, allo stesso tempo, di produrre un ritorno economico per gli investitori.[2] Gli investimenti ad impatto possono essere condotti sia nei mercati emergenti sia in quelli sviluppati e offrono soluzioni finanziarie a problemi/bisogni sociali e ambientali con rendimenti in linea oppure inferiori a quelli di mercato a seconda degli obiettivi strategici degli investitori.

Per poter essere ad impatto, l'investimento deve possedere congiuntamente determinate caratteristiche. Il possesso da parte di un

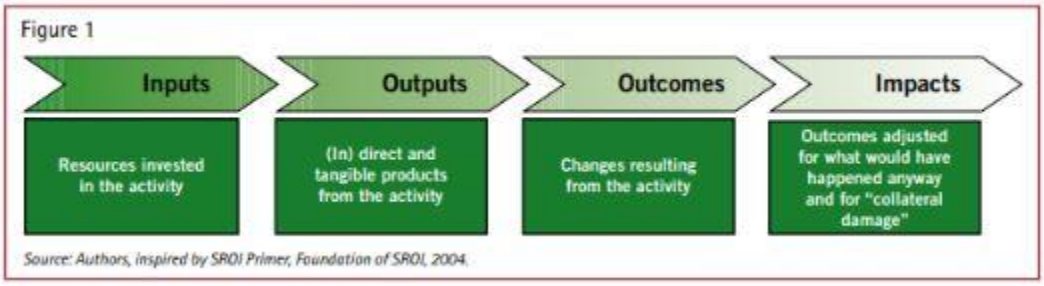
[1] "Impact Investing la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale", Ottobre 2017
2 "https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#s1"

investimento solo di alcune di queste non è sufficiente al fine di considerare tale investimento come Impact.

- **Intenzionalità**: Molte azioni dell'uomo finanziate tramite investimenti hanno un impatto sulla società, per essere considerato impact un investimento non deve però generare degli effetti casuali ma essi devono essere tangibili e deve poter essere osservabile il cambiamento generato da una specifica allocazione di risorse. Definire con precisione il cambiamento che genererà l'investimento significa aver già chiaro l'impatto che si andrà a creare tramite la propria scelta. Questa caratteristica è fondamentale per poter distinguere un investimento ad impatto tra le varie strategie di investimento sostenibile. Ricopre infatti un aspetto fondamentale la volontà dell'investitore di voler generare un concreto impatto socio/ambientale positivo.
- **Rendimento finanziario**: il rendimento finanziario può variare in funzione degli obiettivi dell'investitore ma in ogni caso prevede un ritorno finanziario sul capitale. Tale caratteristica permette di effettuare una distinzione tra gli investimenti ad impatto sociale e le donazioni o azioni caritatevoli, le quali non possono essere inserite all'interno di una strategia di asset allocation basata sui profili di rischio/rendimento. L'impact investing si colloca infatti a metà strada tra le strategie cosiddette financial first e la filantropia (impact only). Ad oggi non è ancora chiaro però se esistono e quali sono i limiti di rendimento massimo e/o minimo affinché un investimento possa rientrare nella categoria degli investimenti ad impatto oppure debba essere escluso.
- **Flessibilità del tasso di rendimento atteso:** Gli investitori possono attendersi degli investimenti ad impatto Sociale con diversi gradi di rendimento. Esso può posizionarsi al di sotto del livello medio di mercato, allinearsi al rendimento di mercato o anche essere superiore. Dai dati forniti dall'Annual Impact Investing Survey, il

sondaggio condotto dal GIIN che coinvolge i principali investitori impact su scala globale, evidenzia come la maggioranza degli intervistati (66%) dichiari di perseguire rendimenti aggiustati per il rischio in linea con quelli di mercato. Del restante 34%, una significativa porzione pari al 18% mira a rendimenti assimilabili a quelli di mercato, mentre il 16% ha come interesse primario la conservazione del capitale. La maggior parte degli investitori inoltre ha sottolineato la rilevanza degli investimenti a tassi di interesse inferiori a quelli di mercato. L'89% del campione, infatti, ha dichiarato che alcune operazioni di impact investing sono destinate, per loro stessa natura, a generare rendimenti contenuti. Benché meno interessanti dal punto di vista finanziario, tali investimenti possono rivelarsi strategici per la realizzazione di impatti socio-ambientali positivi, favorendo anche la collaborazione con attori filantropici.

- **Misurabilità:** La misurabilità è essenziale per ricavare delle aspettative sull'impatto e sulla sua tangibilità prima di effettuare l'investimento. Questo aspetto è una sorta di valore aggiunto per l'investitore che oltre alle informazioni di rischio e rendimento avrà a disposizione anche informazioni concrete su cosa genererà nella società la sua scelta. Per poter essere valutato un impatto, i risultativi di un'attività impact devono contribuire ad un cambiamento rispetto alla situazione precedente l'investimento e tale cambiamento deve essere quantificabile. L'investimento ad impatto comprende quattro componenti: **outputs , inputs, risultati, impatto**



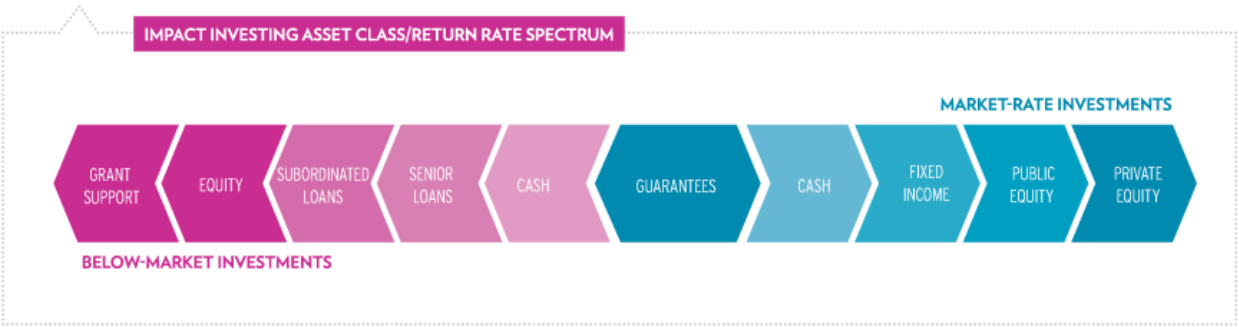
Quando si misura l'impatto di un investimento, gli investitori tendono a mescolare output e risultati con l'impatto che hanno raggiunto con il loro investimenti. L'output di un'attività ha davvero un nesso causale con l'investimento analizzato tuttavia non tutti gli output hanno un impatto, ci possono essere output di fondi di investimento che non hanno impatti o ne hanno di negativi.

Senza una forma di misurazione dell'impatto sociale e/o ambientale, un investimento non può essere considerato Impact. La valutazione dell'impatto può essere effettuata in forma, quantitativa e/o mediante la monetizzazione dei risultati. Prendiamo ad esempio un'organizzazione che costruisce scuole nei paesi in via di sviluppo, come "indicatore d'impatto" nel loro rapporto annuale pubblicano il numero di nuove strutture educative e i posti aggiuntivi messi a disposizione per gli studenti. La relazione annuale menziona una nuova scuola municipale in un paese in via di sviluppo con la creazione di 32 nuovi posti per gli studenti. In realtà però di questi 32 nuovi posti, solo 8 sono stati riempiti perché gli altri 24 bambini sono stati tenuti a casa per lavorare alla raccolta e fare altri lavori che permettessero il sostentamento della famiglia. Quindi nonostante l'innegabile risultato di 32 nuovi posti per studenti l'esito rilevante per l'impatto è che solo 8 bambini ne hanno avuto un giovamento. La tendenza quindi, seppur difficile, è quella di monetizzare l'impatto in modo da avere un valore confrontabile e tangibile.

La misurazione dell'impatto verrà analizzata più nel dettaglio nel paragrafo 1.4.[3]

- **Gamma di strumenti d'investimento:** Un altro elemento distintivo del mercato ad impatto sono la gamma di strumenti finanziari attraverso il quale l'investitore si può rivolgere per generare un concreto impatto socio/ambientale. Negli ultimi anni è andata espandendosi sempre di più la gamma di strumenti a disposizione creando in alcuni casi nuovi prodotti più efficaci sia per il loro impatto che per il rischio/rendimento. Il possibile investitore può scegliere di allocare le proprie risorse spaziando dal debito all'equity puro, distinguendoli essenzialmente in due tipologie:
  1. Tipologia di finanziamento erogato (azionario od obbligazionario o misto)
  2. Tipologia di soggetti finanziari (imprese quotate o non, investimenti in intermediari o diretti)

Le tipologie di strumenti finanziari e le loro caratteristiche verranno riprese più nel dettaglio nel capitolo 2.



(GIIN[4])

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

[3] "In search of gamma an unconventional perspective on Impact Investing"
4 "https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#s2"

definizione di “impact investing” comprende anche gli investimenti finalizzati alla realizzazione di impatti ambientali positivi. Rientrano dunque in questa categoria aree di intervento quali: energie rinnovabili, accesso alle risorse idriche, riciclo e gestione dei rifiuti, agricoltura sostenibile, riforestazione e gestione delle foreste. Tale scelta è coerente con l’impostazione del GIIN, e si fonda sulla convinzione che non sia possibile porre in alternativa la dimensione sociale, da un lato, e quella ambientale, dall’altro. Si tratta infatti di ambiti strettamente interconnessi: basti pensare alle conseguenze sociali dei cambiamenti climatici rappresentate, per esempio, dall’aumento dei cosiddetti “profughi ambientali”, cioè quelle persone costrette a emigrare a causa del deterioramento delle condizioni di vita nelle loro comunità di origine, dovuto ad eventi legati al clima quali siccità o inondazioni. Si stima che entro il 2050 il numero di rifugiati ambientali raggiungerà i 200-250 milioni. Viceversa, investimenti in aree a vocazione ambientale (energie rinnovabili, settore forestale, ecc.) che non tengano conto degli aspetti sociali (per esempio, le condizioni di lavoro) non potrebbero essere considerati complessivamente a impatto positivo.

1.2 Il mercato

Il 2008 ha rappresentato sicuramente lo scoppio della terribile crisi finanziaria ma è stato anche il momento in cui a livello globale i grandi attori del mondo finanziario hanno iniziato a ripensare il ruolo della finanza: proprio in quegli anni infatti venne coniato il termine “impact investing” dalla Rockfeller Foundation[5] per definire un tipo di investimento in grado di rispondere ai bisogni della cosiddetta “base della piramide”, ossia quella gran parte della popolazione che vive con meno di 2$ al giorno.

Le prime sperimentazioni di investimenti ad impatto, avvenute soprattutto nel mondo anglosassone, hanno evidenziato il potenziale di

5 “Rodin, Judith 2014, Innovation in finance for social impact: http://bit.ly/2xCz5QM”

innovazione e di risorse che questo nuovo modello di investimenti è in grado di mobilitare costituendo una partnership pubblico-privata nella quale gli investitori privati investono risorse per sovvenzionare progetti a contenuto sociale. Tra gli esempi più noti vi sono la nascita della Big Society Capital, una banca di investimento sociale con una dotazione di £600 milioni, provenienti dai conti dormienti cioè conti correnti o depositi in denaro inattivi da oltre 10 anni, e l'applicazione del primo Social Impact Bond, realizzato a partire dal 2010 nell'istituto penitenziario di Peterborough, con l'obiettivo di diminuire la recidiva delle persone detenute. Considerando la grande attrattiva di questo mondo per gli investitori e gli imprenditori ma anche per il settore pubblico, che può reperire risorse addizionali per far fronte ai bisogni sociali, nel 2013 (durante la presidenza britannica del G7) venne istituita la Social Impact Investment Taskforce (SIIT) il cui coordinamento fu affidato a Sir Ronald Cohen, famoso imprenditore in grado di comprendere le dinamiche del mercato e di mobilitare i variegati settori dell'ecosistema dell'impact investing. La SIIT ha lavorato per due anni favorendo il confronto e lo scambio di esperienze tra i National Advisory Board (NAB), gruppi di lavoro nazionali a cui era stato attribuito il compito di analizzare lo stato dell'arte del mercato impact a livello locale. Questo lavoro si è ufficialmente concluso con la presentazione dei report nazionali realizzati dai NAB e con la pubblicazione del report internazionale The Invisible Heart of Markets, con una serie di raccomandazioni per favorire lo sviluppo del mercato, rivolte a tutti gli attori dell'ecosistema: governo, investitori, settore sociale, istituzioni e imprenditori. Oltre al fondamentale ruolo di analisi e alla sistematizzazione dei fattori chiave per sviluppare questa categoria di investimenti, il lavoro della SIIT ha dimostrato soprattutto che l'impact investing è un movimento globale in ascesa in grado di ridisegnare la struttura stessa dell'economia. Al termine dei lavori, nel luglio 2015, la Taskforce ha lasciato il testimone al Global Social Impact Investment Steering Group (GSG) per allargare il

raggio di azione su scala globale. Ad oggi, infatti, fanno parte del gruppo internazionale oltre ai paesi del G7 anche l'Argentina, l'Australia, il Brasile, la Finlandia, l'India, Israele, il Messico e il Portogallo per un totale di 15 Stati a cui si aggiunge la rappresentanza dell'Unione Europea.[6]

L'impact Investing è attualmente la strategia SRI che cresce più rapidamente in Europa: nel biennio monitorato dal GIIN (2013-2015) gli asset in gestione hanno conosciuto una crescita straordinaria (+385%), passando da 20 a 98 miliardi, con una particolare concentrazione su strumenti innovativi quali le obbligazioni verdi (green bond). Nel 2016 ci sono stati nuovi investimenti per US$22 miliardi in 8000 progetti ad alto potenziale socio-ambientale I progressi più rilevanti si registrano nel mercato olandese, ma anche in Italia crescono le masse a cui si applica questo approccio che passano da 2 a 2,9 euro miliardi.

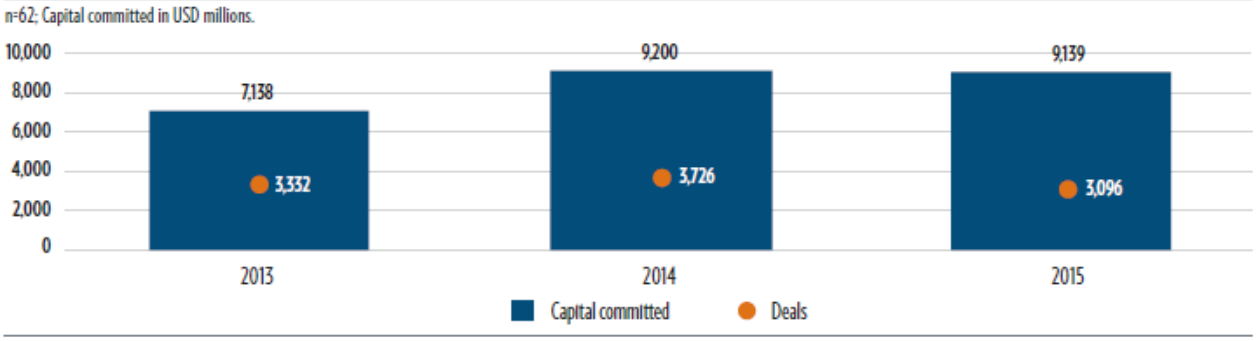
Prendendo in considerazione i 114 intervistati dal GIIN che avevano partecipato anche all'edizione precedente del sondaggio, il volume delle masse investite nel 2016 risulta incrementato del 15% rispetto al 2015. Questo tasso di crescita dovrebbe essersi mantenuto costante anche per il 2017: gli attori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

Ad ulteriore conferma della crescita in atto, vengono riportati i dati di 62 investitori ad impatto che hanno risposto a domande sulle loro attività svolte e i programmi per gli investimenti per gli anni futuri. Per poter dare un quadro generale è interessante osservare l'andamento dei capitali nel mercato impact nel triennio 2013/2015. Complessivamente i 62 partecipanti al sondaggio hanno impegnato 7,1 miliardi di dollari nel

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

2013, 9,2 miliardi di dollari nel 2014 e 9,1 miliardi di dollari (figura 5). In particolare, due organizzazioni hanno rappresentato oltre la metà del capitale impegnato in ciascuno dei tre anni. Mentre il capitale impegnato è cresciuto in modo significativo dal 2013 al 2014, si è appiattito dal 2014 al 2015. Nel frattempo, il numero di operazioni ha subito fluttuazioni, aumentando del 12% nel 2014 e del 17% nel 2015. Complessivamente, le dimensioni medie delle negoziazioni sono aumentate da USD 2,1 milioni nel 2013 a USD 2,5 milioni nel 2014 e USD 3 milioni nel 2015. [7]

Figure 5: Capital committed in USD millions

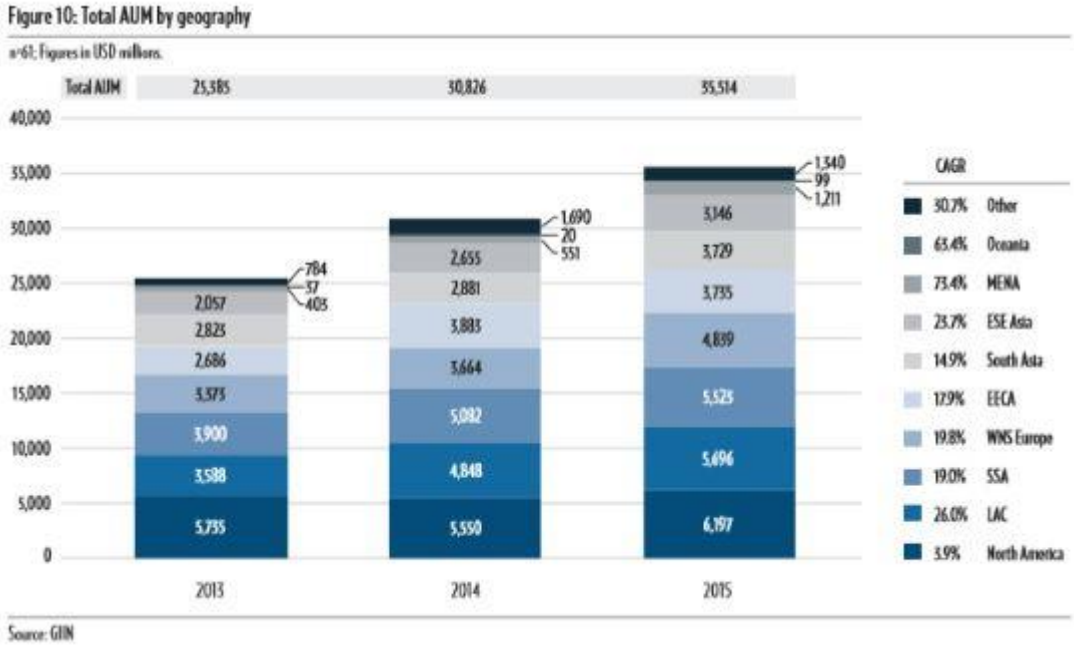


Source: GIIN

Per quanto riguarda invece la distribuzione geografica degli investimenti ad impatto prendiamo come valore esempio gli Assets under management (AUM) che indicano il valore di mercato dell'insieme di tutti i fondi gestiti da una determinata istituzione finanziaria (banca, fondo speculativo ecc.) per conto dei propri clienti o investitori, è quindi caratteristico della grandezza e del livello di successo di una società in un determinato settore. I 61 partecipanti al sondaggio condotto dal GIIN fanno investimenti in tutto il mondo, l'AUM è cresciuto in modo sostanzioso in tutte le zone tranne nell'America del Nord, la quale nei tre anni presi in considerazione dal sondaggio ha un tasso di crescita annuale

[7] "Impact Investing Trends Evidence of a Growing Industry" , Dicembre 2016

(CAGR) del 3,9 %. Mercati emergenti invece come il Medio Oriente, l'America Latina e l'Africa Sub Sahariana hanno invece un tasso di crescita annuale rispettivamente del 73,4%, 26% e 19%, è proprio nei mercati emergenti infatti che si concentra il 67% degli asset totali degli intervistati. Per la maggior parte, il numero di intervistati con allocazioni su una particolare regione è rimasto piuttosto costante nel corso del triennio, in particolare per le regioni più mirate come l'Africa sub-sahariana, il LAC e l'Asia meridionale. Vi sono comunque state alcune aree importanti di crescente attenzione, ESE Asia in crescita da 22 a 28, WNS Europa in crescita da 14 a 20 e MENA in crescita da 10 a 18 nel 2013 e 2015, rispettivamente. Questi aumenti possono riflettere il desiderio degli intervistati di diversificare le diverse aree geografiche o come risposta ad opportunità emergenti in regioni precedentemente poco considerate.

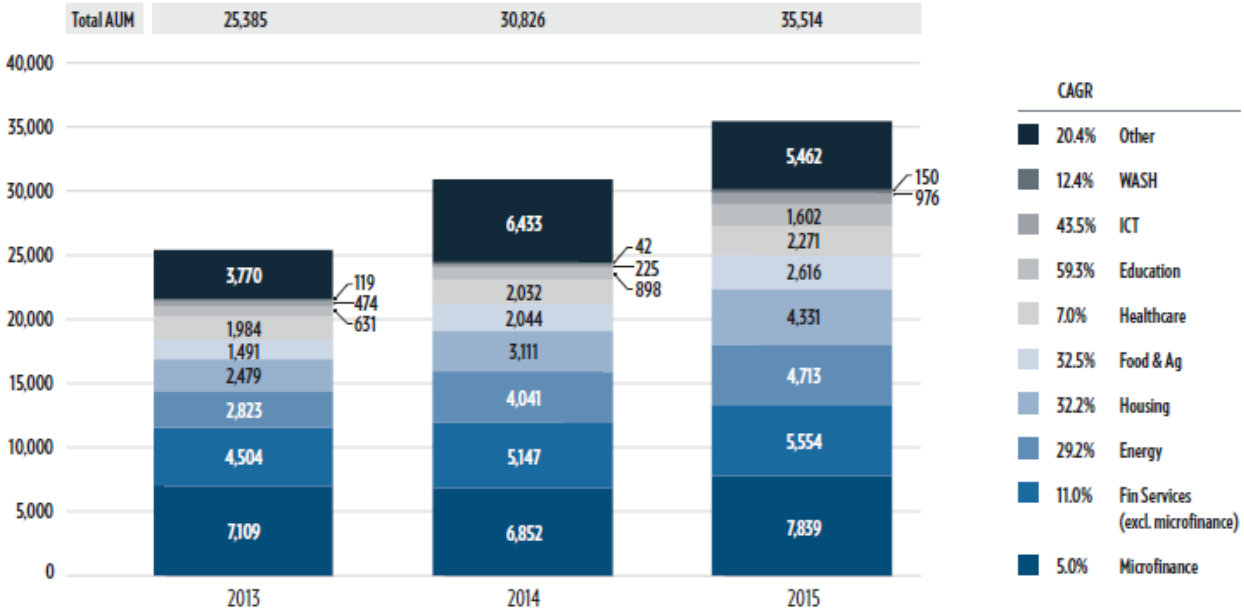


Una panoramica dei settori in cui vengono allocate più risorse e della loro crescita, può fornirci un'idea di cosa gli investitori preferiscano. Gli investitori ad impatto collocano il capitale in un'ampia varietà di settori, in particolare la microfinanza e altri servizi finanziari assorbono una buona parte degli investimenti impact. Tuttavia, mentre le allocazioni nella microfinanza e nei servizi finanziari sono aumentate in termini

assoluti da USD 11,6 miliardi a USD 13,4 miliardi, la loro quota combinata del totale AUM è scesa dal 46% nel 2013 al 38% nel 2015 con un tasso di crescita annuo del 5%. Questo probabilmente riflette l'intenzione degli investitori alla diversificazione rispetto a questi settori storicamente molto popolari. I settori in cui si è vista una crescita più importante sono stati energia, alloggio e food & ag, ognuno dei quali ha sperimentato circa il 30% di CAGR in AUM. Inoltre, le allocazioni totali per l'istruzione e le ICT sono cresciute di circa il 60% e di poco più del 40% l'anno, rispettivamente, sebbene entrambi siano partiti da basi basse nel 2013.

Figure 12: Total AUM by sector

n=61; Figures in USD millions.



1.2.1 Domanda

Lo sviluppo di un mercato di finanza ad impatto sociale dipende, in primo luogo, dal profilo di evoluzione della domanda di capitali e in secondo luogo da una adeguata offerta di servizi e strumenti che possano soddisfare le esigenze degli investitori di creare un vero e proprio impatto con le proprie scelte e avere allo stesso tempo un ritorno

economico adeguato. Nello scorso paragrafo abbiamo osservato come il mercato Impact sia cresciuto nell'ultimo triennio soprattutto nei paesi emergenti. In questo paragrafo andremo ad analizzare più nel dettaglio la domanda di investimenti sostenibili. Attualmente non vi è chiarezza sulla popolazione di riferimento in grado di esprimere domanda di capitali per la finanza sociale. Certamente però, qualità e quantità di domanda di capitali di impact finance dipenderanno strettamente da quali imprese saranno oggetto di questa particolare tipologia di investimenti, in un continuum che va dalla cooperazione sociale in senso stretto fino alle imprese for-profit che operano nel sociale. È inoltre un'incognita importante la quantità di richiesta di capitali percepiti tramite i mercati finanziari da parte delle piccole e medie imprese di cooperazione sociale nelle quali spesso c'è un alto utilizzo della manodopera.

Per capire da dove può nascere la domanda e il bisogno di investimenti Impact riportiamo l'analisi proposta dal rapporto italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8, la quale prende spunto dagli indirizzi politici della Commissione Europea.

Vengono essenzialmente individuate due motivazioni per la crescita del mercato ad impatto sociale. In primo luogo la rivoluzione digitale attualmente in atto con la creazione di nuove tecnologie destinate a modificare radicalmente la qualità e le modalità di risposta ai bisogni sociali tradizionali ed emergenti. Da un lato le nuove tecnologie possono fornire in modo più semplice soluzioni a problemi sociali (nell'educazione, nei trasporti, nell'inclusione, tutela dell'ambiente ecc..) dall'altro grazie anche all'utilizzo dei big data si è in grado di delineare nuovi bisogni della società. All'intersezione tra nuove tecnologie e nuove necessità si trovano forme di imprenditorialità sociale per la gestione dei beni comuni in modo efficace ed efficiente. Un'altra motivazione per la domanda di investimenti impact è da identificare nell'arretramento della capacità delle finanze pubbliche di sostenere il welfare, sia per la minor

disponibilità delle stesse finanze sia per la crescente consistenza dei bisogni. Molti dati incontrovertibili dimostrano infatti il crescente gap tra bisogni e disponibilità di finanza pubblica.

Non si deve però pensare che questo crescente gap venga completamente e automaticamente colmato dalla domanda di investimenti ad impatto sociale, deve però essere considerato come una quantificazione dei miglioramenti di efficienza ed efficacia che la nuova imprenditorialità sociale, sostenuta dai capitali della finanza ad impatto è chiamata a realizzare.[8]

1.2.2 Offerta

Nel tentativo di definire un perimetro all'interno del quale indagare le potenzialità del mercato impact nel breve e medio periodo, si delinea prima di tutto l'esigenza di quantificare volume e provenienza della finanza che definiamo "sociale".

Per poter soddisfare la domanda di investimenti ad impatto nata dai nuovi bisogni sociali e dall'esigenza da parte degli investitori di voler fare del "bene", è necessaria una adeguata offerta che interessi vari canali. I soggetti che investono in attività con il fine di fornire soluzioni ai bisogni sociali e ambientali, si differenziano per caratteristiche, forma organizzative, grandezza o semplicemente per i settori in cui operano. Essi possono essere suddivisi principalmente nelle seguenti categorie:

- ***Fondi filantropici di Venture capital***: si tratta di fondi di investimento che forniscono capitale, ma al tempo stesso, grazie ad una significativa riduzione della commissione di gestione rispetto a quella praticata nel mercato di riferimento, consentono al gestore di effettuare una devoluzione direttamente all'ente benefico.
- ***Investitori istituzionali e banche***

[8] "LA FINANZA CHE INCLUDE: GLI INVESTIMENT AD IMPATTO SOCIALE PER UNA NUOVA ECONOMI Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8"

- ***Fondi sociali di Venture capital;*** apporto di capitale di rischio da parte di un investitore per finanziare l'avvio o la crescita di un'attività in settori ad elevato potenziale di sviluppo
- ***Fondazioni e Enti caritatevoli;*** patrimonio preordinato al perseguimento di un determinato scopo
- ***Piccoli investitori al dettaglio***
- ***High Net Worth Individuals e family offices***
- ***Autorità governative*** (Transnazionali, Nazionali, Regionali, Locali)
- ***Fondi dormienti:*** ci si riferisce a depositi di denaro, che possono essere conti correnti o libretti di risparmio, e strumenti finanziari in custodia di importo superiore a 100 euro, sui quali non viene eseguita nessuna operazione da 10 anni, da parte del titolare stesso o da delegati
- ***Imprese***

Questi soggetti e enti sono i fornitori dei capitali necessari al mercato della finanza ad impatto e rappresentano solo una piccola parte dell'offerta. Vi è infatti un'altra figura fondamentale costituita dagli intermediari finanziari. Gli intermediari forniscono i collegamenti tra gli investitori e la domanda e forniscono nuove e innovative soluzioni per migliorare l'efficienza del mercato. Essi svolgono importanti funzioni, come la creazione di liquidità, facilitano i meccanismi di pagamento che aiutano a ridurre i costi e i rischi di mercato. La mancanza di intermediazione efficace nel mercato degli Investimenti ad Impatto Sociale si tradurrebbe, infatti, in maggiori costi di transazione derivanti dalla frammentazione della domanda e dell'offerta. Questi attori tipicamente definiti come intermediari del mercato impact includono:

- I Gestori di fondi pensione e compagnie assicurative

- I Gestori di fondi di investimento sociale
- Le Istituzioni finanziarie per lo sviluppo
- Le Istituzioni finanziarie su larga scala
- Le Banche commerciali e sociali
- I Gestori di patrimoni privati
- I Social Stock Exchanges
- Le Fondazioni private

Alcuni dei soggetti in questione operano nel mondo impact da diversi anni, mentre altri si sono affacciati a questo mondo solo di recente, inoltre il ruolo ricoperto muta da soggetto a soggetto.

I dati forniti dal World Economic Forum[9] evidenziano come gli investitori più attivi sul mercato Impact siano ad oggi gli High Net World Indivuals e i Family Offices, i quali hanno maggiore flessibilità e discrezionalità quando effettuano decisioni di investimento. Spesso infatti hanno più autonomia decisionale rispetto ad altri fornitori di capitali ma meno investitori da dover gestire.

Le istituzioni finanziarie per lo sviluppo insieme ai Family Offices sono i principali fornitori di investimenti nel mercato ad impatto. I primi però tendono ad essere più attivi nel primo periodo, facendo grossi investimenti cercano di attrarre altri investitori. Un esempio è l'African Development Bank Group ha fornito 100 milioni $ di investimento Agvance Africa Fund per attrarre altri investimenti nel settore agricolo in Africa.

I social stock Exchange e le piattaforme di investimento, aiutano molti investitori ad affrontare la sfida di trovare l'impresa con un impatto sociale positivo adeguata dove investire le proprie risorse e di identificare

[9] "From the Margins to the Mainstream Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors"

le opportunità più proficue. La prima “borsa sociale” è stata lanciata ufficialmente a Londra nel 2013; offre un elenco con le imprese operanti nella Borsa di Londra in ordine di impatto sociale che esse hanno. Le Borse sociali contribuiscono ad offrire valore aggiunto agli investitori retail e istituzionali fornendo accesso a titoli di imprese ad impatto. Molte piattaforme forniscono informazioni, riportando l’impatto e mettendo in contatto diretto con i manager del fondo, un esempio è la piattaforma ImpactBase gestito dal GIIN. Queste piattaforme stanno giocando un ruolo cruciale nel facilitare le transazioni e nel far crescere il settore degli investimenti ad impatto

I gestori di fondi previdenziali possono ricoprire un ruolo decisivo nello sviluppo dell’impact investing. Secondo un’indagine condotta nel 2012 nel Regno Unito su un campione di 47 fondi pensione (complessivamente 143£ miliardi), il 23% aveva effettuato un investimento a impatto sociale e un ulteriore 48% si dichiarava pronto ad investire. Negli Stati Uniti, la diffusione dell’impact investing nel settore previdenziale è stata limitata da un provvedimento normativo, datato al 2008, secondo cui tali investimenti avrebbero dovuto essere effettuati solo a fronte di un’analisi documentata che ne avrebbe dovuto evidenziare la neutralità (dal punto di vista finanziario) rispetto a un investimento tradizionale. Nel 2013, solo il 6% dei Fondi pensione dichiarava – secondo quanto rilevato dall’indagine del World Economic Forum – di avere effettuato un investimento a impatto sociale, a fronte di un 64% che manifestava l’intenzione di investire. Nell’ottobre del 2015 è stata emanata una nuova normativa che, superando la rigida impostazione del provvedimento del 2008, invita i Fondi pensione a prendere in considerazione anche gli aspetti sociali e ambientali nella scelta degli investimenti. Vi è inoltre un altro limite che pone un freno agli investimenti a impatto socio-ambientale. Alcune caratteristiche degli investimenti ad impatto non soddisfano pienamente alcuni criteri adottati per la valutazione della selezione degli investimenti da parte degli operatori previdenziali.

Essendo infatti un mercato in “early stage” i fondi ad impatto presentano attualmente dimensioni ridotte, ne deriva che i costi per la due diligence (costi relativi all’approfondimento delle informazioni per valutare la convenienza di un affare e di identificare i rischi e i problemi connessi) in relazione rispetto al volume delle risorse investite, sono più elevati rispetto a quelli sopportati per un investimento di dimensioni maggiori. Pertanto, le risorse per la selezione delle opportunità di allocazione risultano più efficacemente investite su operazioni più grandi. La crescita nel settore previdenziale è quindi condizionata dalla formazione degli investitori sul tema, dalla creazione di appositi prodotti in grado di soddisfare le esigenze degli investitori e dallo sviluppo delle dimensioni del mercato.

I Fondi di investimento sociale sono uno dei modi più comuni per gli investitori tradizionali di investire in imprese che hanno un impatto sulla società. Questi fondi sono differenziati dal loro contesto istituzionale, obiettivo, settore, posizione geografica, uso di sussidi e aspettative di rendimento.
Alcuni fondi, come Bridges Ventures e Bamboo Finance, effettuano investimenti azionari da piccola a media capitalizzazione su diversi settori e non sono affiliati con istituzioni più grandi. Altri fondi invece sono affiliati a grandi banche o istituti di sviluppo, come il fondo di US $ 300 milioni di Prudential Social Investments incentrato sullo sviluppo di abitazioni a prezzi accessibili, accesso a un'istruzione di qualità e sviluppo della comunità.

Per quanto riguarda invece le grandi banche; nonostante l’Accordo di Parigi sul clima, gli studi che evidenziano le conseguenze dei cambiamenti climatici e l’importanza che sta acquisendo sempre di più l’energia rinnovabile, nel corso del 2017, abbiamo assistito ad un aumento del sostegno ai progetti più dannosi, in primis carbone e il petrolio ricavato da sabbie bituminose. I dati ci vengono forniti dal Report “Banking on

climate change 2018”[10] il quale prende in esame 36 tra i più grandi e famosi gruppi bancari del mondo, per scoprire quanti finanziamenti hanno erogato ad alcune categorie di combustibili fossili. Nello specifico, l’estrazione di petrolio da sabbie bituminose, nell’Artico e in mare aperto a grandi profondità; e ancora, le miniere e le centrali a carbone. Il Report fa emergere dati piuttosto importanti, sommando i finanziamenti erogati dalle grandi banche, si arriva a un totale di 115 miliardi di dollari, l’11% in più rispetto al 2016 anno in cui per la prima volta si era assistito ad un calo degli investimenti. Una delle motivazioni principali va ricercata nel primo anno di presidenza di Donald Trump, il quale ha azzerato il Clean Power Plan, (provvedimento attuato dalla presidenza Obama per la riduzione delle emissioni di CO2 entro la fine del 2030) e ha ridato vita a progetti che sembravano ormai decaduti: oleodotti, miniere, carbone, trivelle. Tra le 36 banche prese in esame vi sono anche gruppi europei, i quali hanno fatto importanti passi avanti negli investimenti green e ad impatto sociale, Bnp Paripas a ottobre 2017 ha detto basta a gas e petrolio da scisto, sabbie bituminose e trivellazioni nell’Artico; la londinese Hsbc, l’olandese Ing e la spagnola BBva hanno stabilito di recente degli obiettivi sui finanziamenti a progetti sostenibili a livello ambientale e sociale.

Il settore pubblico ricopre un ruolo centrale nel sostegno diretto ed indiretto dell’impact investing. L’Europa sta attuando diversi progetti per raggiungere gli obiettivi prefissati nell’Accordo di Parigi, servono molti finanziamenti e non può fare affidamento solo sulla spesa pubblica. Per questo motivo con il suo primo piano d’azione detta le linee guida per cambiare alla radice le logiche della finanza mettendola al servizio di uno sviluppo realmente giusto per tutti. Frans Timmermans, primo vicepresidente della Commissione europea afferma:

[10] “Banking on climate change”, Aprile 2018

“Le nostre proposte consentiranno agli investitori e ai singoli cittadini di effettuare una scelta chiara, di modo che il loro denaro sia utilizzato in maniera più responsabile e a beneficio della sostenibilità”

Tra le operazioni in atto vi sono anche misure che vogliono stimolare gli operatori a fare di più. A partire da gestori di attività e investitori istituzionali, che negli auspici dell’Unione dovranno tener conto dei fattori di sostenibilità e impatto sociale nei loro investimenti, mentre assicurazioni e fondi dovranno prenderli in considerazione quando danno consigli ai propri clienti.

Sia gli intermediari che gli investitori stanno quindi instituendo un nuovo tipo di finanza orientata al raggiungimento di determinati obiettivi sociali. Tenendo in considerazione il fatto che gli investimenti Impact vengono valutati per rischio, rendimento e impatto socio/ambientale che essi producono, comporta che si stia attuando uno spostamento dell’attenzione non più focalizzata solamente sul rendimento finanziario detta anche “Financial First” ma orientata principalmente sull’impatto sociale che l’investimento genera sacrificando in parte il rendimento “Impact First”. Come abbiamo visto in precedenza, ci sono investitori che sono più orientati ad ottenere un rendimento come i gestori di fondi privati, i fondi pensione e fondi di investimento, altri enti invece sono più propensi al raggiungimento di obiettivi sociali come le fondazioni, gli enti caritatevoli e le autorità governative. In alcuni casi le due tipologie di investitori si trovano a cooperare combinando i capitali, gli investitori Impact accettano un tasso di rendimento più basso consentendo all’altra parte dell’investimento di attrarre investitori finanziari orientati al rendimento. Questo rapporto permette ai Financial First di ottenere rendimenti ai tassi di mercato e agli Impact First di poter sfruttare al massimo il loro capitale per raggiungere un impatto sociale più sostanzioso.

È quindi un mercato ancora in fase di sviluppo, come abbiamo visto con una domanda di finanza ad impatto non ancora bene definita ma con grandi potenzialità e un'offerta che si sta sempre di più consolidando pur essendoci ancora differenze sostanziose nel trattamento dell'argomento da parte delle diverse aree geografiche.

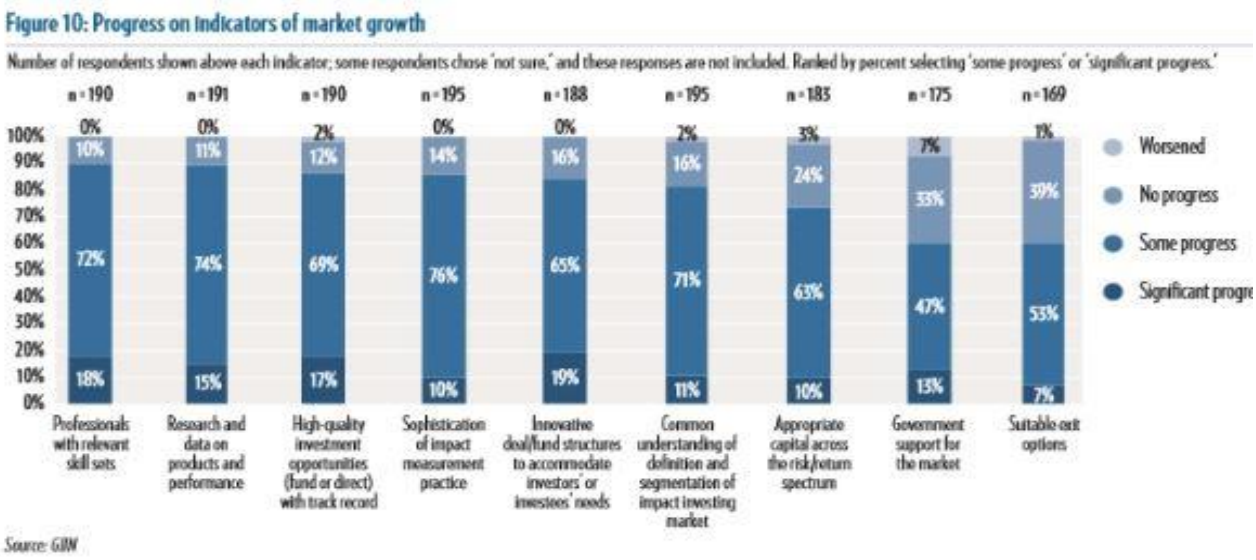
1.3 Barriere del mercato ad impatto

Per avere una visione più ampia del mercato ad impatto è utile analizzare le sfide che esso deve ancora affrontare per potersi sviluppare e consolidare nella domanda e nell'offerta. Prendiamo in esame i dati forniti dal GIIN, il quale ha condotto un sondaggio tra gli investitori nel mercato impact e ha chiesto loro cosa percepissero maggiormente come opportunità di miglioramento. È interessante osservare come nel corso degli anni presi in considerazione, la prospettiva degli investitori sia cambiata. Alcuni indicatori di mercato sono migliorati nel tempo non venendo più valutati come ostacoli.

Come possiamo osservare dal grafico sottostante i progressi più significativi sono stati portati avanti nel consolidamento della conoscenza in ambito degli investimenti ad impatto e nell'offerta di prodotti innovativi e di qualità. Troviamo i valori più alti di miglioramento percepiti dagli investitori in: "professionisti con conoscenze adeguate", "ricerche e dati su prodotti e performance", "investimenti di alta qualità" e "strumenti innovativi per accontentare i bisogni degli investitori". Negli scorsi anni infatti questi indicatori erano sostanzialmente delle barriere per gli investitori che si avvicinavano per la prima volta al mondo dell'impact invasting, si scontravano infatti con la poca conoscenza dell'argomento da parte di chi doveva consigliare loro il miglior investimento e con la poca offerta di prodotti adeguati alle loro esigenze.

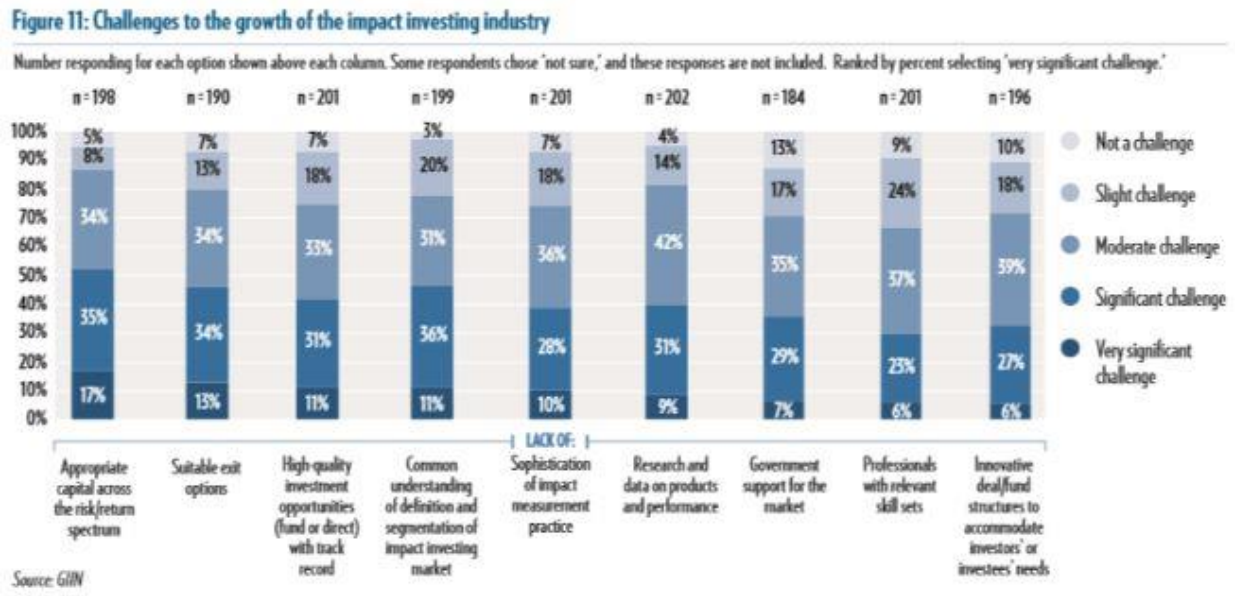
Ci sono invece stati pochi miglioramenti in: "misurazione dell'impatto" e "appropriato ritorno economico rapportato al livello di

rischio/rendimento". Una delle caratteristiche fondamentali dell'impact investing è infatti poter misurare l'impatto che l'investimento genera, se questo viene a mancare e se non è possibile ottenere un rendimento adeguato il mercato potrebbe non attrarre investitori e di conseguenza rimanere allo stadio in cui si trova.[11]



Un ulteriore riscontro di quanto detto fino a qui ci viene fornito dal sondaggio su cosa percepiscano maggiormente gli investitori come barriera alla crescita del mercato ad impatto. I valori più bassi li troviamo in "professionisti con conoscenze adeguate" e "strumenti innovativi per accontentare i bisogni degli investitori" esattamente gli stessi indicatori che secondo gli investitori hanno avuto una maggiore crescita e che negli scorsi anni venivano considerate come ostacoli. Pur essendo cresciuto poco: "supporto dei governi al mercato" questo indicatore di crescita non viene considerato dagli investitori come una barriera, solo il 7% degli intervistati lo considera una sfida molto importante e il 29% una sfida significativa. Troviamo invece ai primi posti di questo sondaggio: "appropriato ritorno economico rapportato al rischio/rendimento" e "comprensione della definizione e segmentazione del mercato degli investimenti ad impatto".

[11] "Impact Investing Trends Evidence of a Growing Industry"



Pur essendoci stati importanti miglioramenti nella conoscenza del settore e delle sue potenzialità, gli investitori si trovano a dover investire senza però avere un adeguato ritorno economico e spesso non avendo la visione d'insieme del mercato e del suo funzionamento. Come abbiamo visto in precedenza l'attrattiva del ritorno economico può essere in parte risolta con l'incontro tra investitori Financial First e Impact First, resta comunque un punto importante da migliorare per poter dare la svolta al mercato ad impatto.

1.4 Misurazione dell'impatto

La misurazione della performance socio-ambientale è un requisito fondamentale per lo sviluppo della finanza sociale. La regolamentazione della domanda, dell'offerta e l'adeguamento del rendimento ottenibile da un investimento impact finiscono in secondo piano se alla base non c'è un sistema trasparente e solido di misurazione dell'impatto sociale generato. È infatti l'investitore stesso a cercare e scegliere l'investimento che meglio accorpi rischio-rendimento-impatto sociale. Per questo motivo è fondamentale comunicare informazioni dettagliate agli investitori (privati

e istituzionali) per metterli nella condizione di determinare i risultati delle loro scelte di investimento

Una buona misurazione dell'impatto aiuterebbe inoltre anche i soggetti dell'imprenditorialità sociale e non solo a documentare la loro importanza per la comunità, migliorando, dal lato dell'impresa, l'accesso alle fonti finanziarie e fornendo, dal lato degli investitori, un fattore addizionale e discriminante su cui basare le future scelte di investimento a tali realtà.

Ogni investimento produce effetti di carattere sociale e ambientale, ciò che caratterizza la strategia dell'impact investing è che gli esiti siano: intenzionalmente positivi e misurati e rendicontati. Gli impatti possono essere:

- Diretti: se considerati a livello di singolo programma o intervento
- Indiretti: se considerati a livello di portafoglio di investimento. In questo caso l'impatto generato dal fondo equivale alla somma degli effetti prodotti dai titoli che lo compongono ponderati per il livello di esposizione e per il tempo di detenzione degli investimenti.

Per avere un confronto oggettivo su cosa è considerato un impatto buono e uno cattivo, si fa riferimento agli "United Nations Sustainable Goals" (SDGs). Gli SDGs sono degli obiettivi di sostenibilità sociale e ambientale che sono stati decisi dai leaders mondiali nel 2015 dopo cinque anni di discussioni, essi rappresentano la strategia di salvaguardia del nostro pianeta per i prossimi 15 anni e vengono quindi considerati come termine di paragone per la misura dell'impatto che un investimento genera.

La misurazione dell'impatto è un processo complesso che richiede una disponibilità di dati sostanziosa, proprio per questo motivo, alcune volte non è possibile avviare la misurazione per consentire un confronto con gli SDGs. Una delle sfide più grandi è quella di coniugare dati qualitativi e quantitativi, l'attribuzione ai singoli progetti di valori esclusivamente monetari tramite il calcolo di indici di rendimento, potrebbe risultare non

esaustiva. Per la valutazione di progetti che abbiano obiettivi sociali possono essere utili indicatori di risultato in quanto spesso non può essere tradotto economicamente l'impatto generato. Viene considerata una buona misurazione quando si riesce a dimostrare la qualità e quantità dei risultati raggiunti e raggiungibili in termini di obbiettivi sociali.

1.4.1 Misurazione dell'impatto sociale

Per "impatto sociale" si intende l'insieme degli "effetti di lungo termine, positivi o negativi, primari o secondari, prodotti da un intervento di sviluppo, diretto o indiretto, voluto o involontario." Questa definizione mette in risalto il fatto che vengano presi in considerazione tutti gli effetti anche quelli casuali o negativi e non solo quelli positivi e intenzionali. Si deduce la relazione causale "intervento-effetto" e la dimensione di lungo periodo che l'impatto sociale deve avere per essere considerato tale.

Misurare gli impatti significa quindi stabilire delle connessioni casuali tra l'attività implementata e gli effetti osservati, analizzando se e in che misura questi ultimi sono riconducibili all'attività e/o ad altre cause. Nelle diverse fasi di pianificazione, implementazione e valutazione/misurazione dei risultati, il quadro teorico a cui in genere si fa riferimento per la misurazione degli impatti sociali è la cosiddetta "teoria del cambiamento".

La teoria del cambiamento è una descrizione esaustiva di come e perché si prevede che il cambiamento desiderato avvenga in un particolare contesto. Si concentra in modo particolare sulla mappatura dei collegamenti tra il programma di cambiamento che si vuole attuare e le azioni effettivamente svolte per raggiungere gli obiettivi desiderati. Per prima cosa vengono individuati gli obbiettivi a lungo termine e poi si procede a ritroso per identificare tutte le condizioni che devono essere in atto e le loro correlazioni per il verificarsi degli obiettivi. Attraverso

questo approccio il legame preciso tra le attività e il raggiungimento degli obiettivi a lungo termine è pienamente compreso. Ciò porta ad una pianificazione migliore, in quanto le attività sono collegate a una comprensione dettagliata di come avviene effettivamente il cambiamento. Porta anche ad una migliore valutazione, in quanto è possibile misurare i progressi verso il raggiungimento degli obiettivi a lungo termine che vanno oltre l'identificazione dei risultati del programma. La teoria del cambiamento viene quindi applicata alla finanza ad impatto per riuscire a dimostrare come uno specifico investimento possa modificare in meglio la società. L'investitore alloca le proprie risorse per raggiungere un determinato obiettivo, tutto questo è possibile grazie agli strumenti di misurazione dell'impatto generato dall'investimento i quali sono stati affinati negli anni. Bisogna precisare che i modelli di misurazione prendono in considerazione non tanto i singoli effetti generati ma le aree di impatto. [12]

Per poter considerare un investimento ad impatto bisogna includere una valutazione degli obiettivi ambientali e sociali sia prima (ex ante) sia dopo (ex post) l'implementazione di una data attività o programma:

- La valutazione ex ante definisce gli impatti attesi

- La valutazione ex post misura gli impatti generati da una attività sui beneficiari dell'intervento. In genere queste misurazioni sono più onerose in quanto implicano la raccolta e l'analisi dei dati rispetto agli effetti attesi e inattesi prodotti dall'intervento.

Elemento fondamentale per misurare gli impatti sociali è l'analisi controfattuale, essa riprende la teoria del cambiamento e si propone di determinare in quale misura l'intervento abbia contribuito al raggiungimento di un certo risultato. L'impatto viene quindi rilevato e definito come differenza tra ciò che è accaduto dopo l'implementazione

[12] "Interrogating the theory of change: evaluating impact investing where it matters most"

di un'attività (situazione fattuale) e ciò che sarebbe accaduto se quella stessa attività non fosse stata realizzata (situazione controfattuale). A tal fine, viene definito un gruppo di controllo del quale vengono verificati i risultati conseguiti in assenza dell'intervento per confrontarli con quelli ottenuti in presenza dell'intervento.[13] A seconda del modo con cui definiamo il gruppo di controllo nell'analisi controfattuale, si è in presenza di due tipi di approcci:

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

- Approccio quasi sperimentale: Se non è possibile costruire un gruppo di controllo di tipo casuale, si può optare per una composizione stabilita statisticamente, con l'obiettivo di rendere comparabili tra loro i due gruppi.

Le principali metodologie e standard

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

• Impact Reporting and Investment Standard (IRIS)[14]

[13] "Che cos'è l'analisi di impatto: tecniche e metodi di realizzazione" Dipartimento della Pubblica Finanza
14 "Per maggiori informazioni: https://iris.thegiin.org/"

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

• Social Impact Assessment (SIA)

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

• Social Return On Investment (SROI)

Il Social Return On Investment (SROI) consente di esprimere in termini monetari il valore sociale generato da un determinato intervento. Si tratta infatti di stimare, per ogni euro investito, quanti ne sono stati generati a livello di impatto sociale positivo.

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

1. ascolto degli stakeholder (ossia delle organizzazioni finanziate) e dei beneficiari diretti delle attività condotte;

2. con l'ausilio di indicatori quantitativi e qualitativi, valutazione di come e quanto le attività svolte (output) abbiano generato un cambiamento nella vita dei beneficiari (outcome);

3. monetizzazione degli indicatori;

4. rilevazione e misurazione del cambiamento (impact) generato dalle attività implementate.

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

1.4.2 Misurazione dell'impatto ambientale

Dopo aver dato una panoramica sulla misurazione dell'impatto sociale, vengono ora proposte le alternative per la misurazione degli effetti prodotti dagli investimenti sull'ambiente, l'altra caratteristica rappresentativa dell'impact investing. Il valore di riferimento maggiormente utilizzato per indicare l'impatto sull'ambiente che un'azienda o una attività genera è l'impronta di carbonio (carbon footprint) vale a dire il calcolo delle tonnellate di CO2 emesse dalle società inserite in portafoglio. Le aziende cercano di ridurre questo valore con azioni dirette ed indirette per essere più sostenibili, gli investitori interessati alla tutela ambientale invece guardano a questo valore come indicatore per investire in aziende green. Tuttavia, per rientrare nella categoria dell'impact investing, gli investimenti devono essere realizzati con l'intento di generare conseguenze ambientali positive: gli investitori "ad impatto" non possono limitarsi al monitoraggio e alla riduzione delle emissioni, bensì devono investire in imprese e istituzioni in grado di produrre effetti positivi dal punto di vista ambientale.

Uno degli standard di classificazione delle emissioni di gas serra più utilizzati è stato proposto dal Greenhouse Gas Protocol (grazie alla collaborazione tra il World Resources Institute e il World Council for Sustainable Development). Il GHG Protocol si basa sugli standard aziendali per lo sviluppo di una serie di strumenti di calcolo che aiutano le imprese a calcolare le emissioni di gas a effetto serra. GHG Protocol ha un'adesione volontaria e offre delle linee guida per poter utilizzare un

tool elettronico, illustrando quali sono i dati di input e di output che servono per poter ottenere risultati affidabili.[15]

Le emissioni vengono suddivise e classificate in Scope. Nello Scope 1 sono comprese le emissioni derivanti da fonti di proprietà o controllate dall'impresa in oggetto (per esempio, i combustibili fossili bruciati per riscaldare gli edifici e prodotti e sostanze chimiche/fisiche del processo di produzione). Lo Scope 2 include le emissioni connesse con l'energia che l'impresa acquista, anzitutto ai fini dei consumi elettrici (si tratta dunque di combustibili bruciati da terzi) queste fonti di energia producono emissioni indirette, in quanto la loro produzione fisica avviene all'esterno dell'azienda e non è sotto il suo controllo. Infine, lo Scope 3 è facoltativo e ingloba tutte le emissioni connesse all'attività dell'azienda che non rientrano né nello Scope 1 né nello Scope 2. Per esempio, fanno parte dello Scope 3 le emissioni relative alla mobilità dei dipendenti, alla catena di fornitura, all'utilizzo dei beni prodotti, ecc.

Quando negli accordi internazionali (es. l'Accordo di Parigi) viene citata la riduzione delle emissioni si fa riferimento anzitutto a quelle relative allo Scope 1. Sebbene le società possano essere ritenute responsabili anche per le emissioni incluse negli Scope 2 e 3 (la misurazione della carbon footprint include spesso lo Scope 2), occorre sottolineare che il processo di misurazione e rendicontazione dell'impronta di CO2 per tutti e tre gli Scope può rivelarsi complesso. In effetti, già a partire dallo

Scope 2 si presenta il problema del "doppio conteggio", poiché le emissioni che per l'azienda di riferimento rientrano negli Scope 2 o 3 sono già conteggiate nello Scope 1 di altre aziende. La questione si complica ulteriormente quando si analizzano le emissioni di Scope 3.[16]

15 "Finanza sostenibile e cambiamento climatico"
16 "PARTNERSHIP LOCALE PER LA PROTEZIONE DEL CLIMA Guida all'utilizzo del Greenhouse Gas Protocol Tool www.ghgprotocol.org"

FIGURA 5. Come si verificano i doppi conteggi delle emissioni?

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

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

17

Generalmente si riesce ad ottenere anche il valore di impronta di carbonio per ogni singola azione dividendo l'emissione complessiva per il numero totale di azioni, in questo modo ogni investitore può sapere quanto impatto sull'ambiente genera il suo investimento e il suo portafoglio. Attualmente questo approccio presenta ancora delle limitazioni in quanto non tutte le imprese rendono pubblici i dati relativi all'impatto ambientale, sono infatti in via di sviluppo nuove metodologie di misurazione da applicare.

Oltre all'emissione di CO2 vi sono altri metodi per calcolare l'impatto ambientale, ad esempio tramite il consumo di risorse idriche (impronta idrica), l'analisi della deforestazione e dell'impronta ecologica cioè un indicatore complesso utilizzato per valutare il consumo umano di risorse

17 "Kepler Cheuvreux 2015, Carbon Compass: Investor guide to carbon footprinting. Il report, pubblicato a novembre 2015, è stato redatto in collaborazione con 2° investing initiative (2°ii), IIGCC e Deloitte ed è scaricabile gratuitamente dal sito della 2°ii, al seguente link: http://2degrees-investing.org/#!/page_Resources (consultato il 26/09/2016).

naturali rispetto alla capacità della Terra di generarle. Attualmente, la misurazione della CO2 resta la pratica più diffusa tra gli investitori che intendono calcolare l'impatto ambientale dei loro portafogli. Questo è dovuto alla difficoltà di reperimento dei dati relativi al consumo idrico o alla deforestazione.

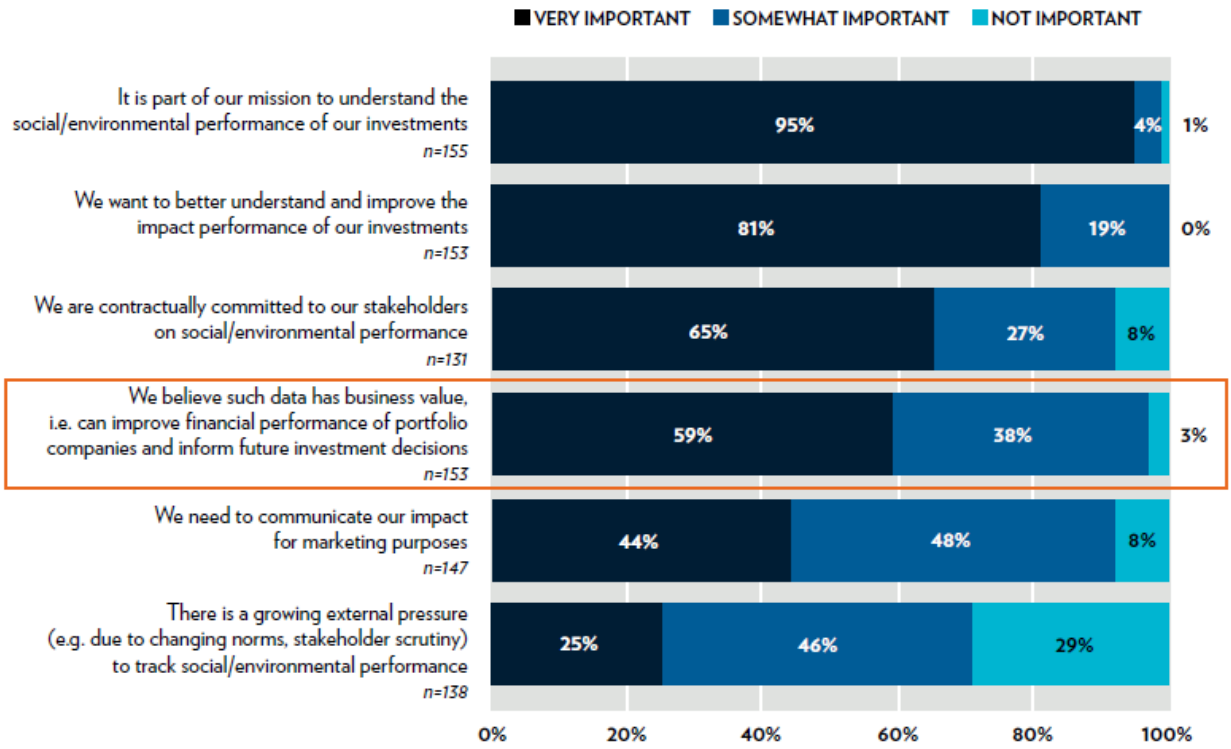
Una questione importante da tenere in considerazione per gli investitori ad impatto, il cui obiettivo è produrre effetti ambientali positivi, è che alcune società con un elevato livello di emissioni climalteranti possono fornire servizi essenziali dal punto di vista della mitigazione e/o all'adattamento ai cambiamenti climatici. Per esempio, le società attive in settori strategici come il trattamento delle acque reflue o il riciclo dei rifiuti non sempre presentano una bassa impronta di carbonio.

1.4.3 Le ragioni della misurazione dell'impatto

In ultima analisi è interessante analizzare le ragioni che portano alla misurazione dell'impatto che un investimento genera. Come è stato fino a qui esposto, la misurazione dell'impatto è alla base dell'impact investing, ricorrendo ai dati raccolti dal GIIN nel sondaggio annuale sull'impact investing ci vengono mostrate le opinioni degli investitori intervistati sul perché vengono effettivamente raccolti dei dati e misurati gli impatti sociali.

Al primo posto in termini di importanza, troviamo la motivazione: "è parte della nostra missione capire gli impatti dei nostri investimenti" con il 95% degli intervistati che lo considera molto importante. È interessante notare come al quarto posto ci sia la motivazione: "Crediamo che tali dati abbiano un valore aziendale, può migliorare la performance finanziaria del portafoglio e influenzare le decisioni di investimento future" con il 59% degli intervistati che lo considera molto importante e il 38% importante. Al quarto e al quinto e ultimo posto troviamo le motivazioni: "abbiamo bisogno di comunicare l'impatto per motivi di marketing" e "c'è

una crescente pressione esterna per tenere traccia delle performance socio/ambientali". È positivo il fatto che al primo posto troviamo una motivazione per la misura dell'impatto, spinta dal desiderio di avere coscienza di cosa e come si investe, questo rappresenta il principale obiettivo dell'impact investing. È comunque importante tenere in considerazione che alcuni operatori nella finanza ad impatto sono spinti alla misurazione per motivi di marketing o perché sempre di più sta diventando un valore attrattivo per altri investitori.



Source: The GIIN, 2016 Annual Impact Investor Survey.

Vengono individuati 5 modi in cui gli operatori del mercato ad impatto traggono vantaggio dalla misurazione degli investimenti nel loro business, alcuni hanno un effetto finanziario diretto mentre altri influenzano indirettamente la salute e la redditività dell'investitore a lungo termine. I seguenti sono brevemente esposti i cinque driver dalla quale si trae valore tramite la misurazione dell'impatto:

1) ***Crescita dei ricavi***

Alcuni operatori del mercato ad impatto scoprono che, comprendendo meglio i loro investitori clienti: i loro contesti, lo stato socioeconomico, l'accesso ai servizi e preferenze relative a prodotti e servizi: possono favorire la crescita dei ricavi in una varietà di modi. Questa informazione aiuta le aziende a segmentare i clienti più precisamente, per sviluppare un marketing efficace, per accedere a nuovi segmenti di mercato, e sviluppare e perfezionare le offerte di prodotti e servizi.

Quona Capital utilizza i dati per aiutare i propri azionisti a comprendere meglio i propri clienti e il mercato in cui operano. Quona offre finanziamenti a società che forniscono servizi finanziari digitali per i clienti in mercati emergenti che non hanno accesso ai servizi finanziari tradizionali. Quona ha investito in un'azienda che offre un servizio di spedizione di denaro ai clienti di tutto il mondo, orientato in particolare verso i lavoratori migranti in Europa che inviano denaro alle loro famiglie in Africa, America Latina, Europa orientale e parti dell'Asia. Per Comprendere il suo impatto sui destinatari delle spedizioni, Quona ha esaminato l'utilizzo del denaro da parte dei destinatari. Hanno scoperto che, in Nigeria, un'alta percentuale di clienti che ha usato questo servizio, ha utilizzato il denaro ricevuto per pagare le tasse scolastiche dei propri figli. Questa intuizione ha ispirato l'investitore a lanciare una campagna promozionale di successo per gli immigrati nigeriani per inviare denaro a casa per formazione scolastica.

2) ***Efficacia ed efficienza operativa***

Alcuni investitori ad impatto e le loro investite, utilizzano i dati sulla performance socio/ambientale per informare e migliorare l’efficacia operativa del progetto.

Tutti gli investitori di Grassroots Business Fund presentano rapporti trimestrali che includono dati finanziari e operativi, nonché dati su parametri sociali e ambientali. Utilizzando i dati raccolti, GBF calcola anche il tasso di rendimento economico (ERR) generato per l'economia totale e la proporzione di pagamenti o risparmi che ha avuto un impatto sul sociale. Inoltre, GBF conduce studi approfonditi ogni 2-3 anni per aiutare a verificare la teoria del cambiamento applicata ai propri progetti e per esaminare se l'impatto per i beneficiari si traduce in una migliore qualità della vita, oltre che per aiutare i propri azionisti a capire meglio i propri dipendenti e fornitori. Per esempio in Bolivia, GBF ha esaminato la relazione tra una società di investimento agroalimentare e la sua catena di fornitura, che comprendeva oltre 900 piccoli agricoltori. Attraverso lo studio, il team di GBF e la partecipata hanno appreso come la frequenza con cui gli investitori agronomi facevano visita ai piccoli agricoltori della catena produttiva influenzava i loro raccolti e la loro soddisfazione. Inoltre, lo studio ha scoperto le percezioni degli agricoltori sull'equità delle retribuzioni, i loro suggerimenti per migliorare le offerte di servizi agronomici, la loro percezione del valore dei servizi di agronomia, e le forme di formazione che funzionano meglio per gli agricoltori. Comprendendo questi dati, l'organizzazione partecipata è stata in grado di adeguare il proprio programma di sviluppo dei fornitori e migliorare i suoi rapporti con loro portando ad una maggiore stabilità nella catena di fornitura.

3) Decisioni d'investimento

Gli operatori del mercato ad impatto hanno scoperto di poter migliorare le caratteristiche che influenzano la scelta degli investimenti tramite la misurazione dell'impatto. Molti sostengono che i dati relativi al potenziale o effettivo impatto sociale o

ambientale li aiuti a determinare quali settori siano in grado di fornire loro il tipo di impatto che cercano.

Beartooth Capital, un gestore di fondi focalizzato sulla conservazione dell'ambiente negli Stati Uniti, analizza i risultati sull'impatto di progetti già ultimati per nuove potenziali acquisizioni di terreni. I dati permettono a Beartooth di comprendere meglio le diverse tipologie di progetti e l'impatto ambientale che potrebbero avere su singole proprietà. Ad esempio, un investimento per ripristinare un torrente non abitato da pesci e altri animali selvatici può essere meno prezioso di un investimento per migliorare una zona umida che fornirebbe habitat agli uccelli acquatici. Le future acquisizioni sono influenzate da progetti passati e dal loro successo sia dal punto di vista ambientale che finanziario.

4) Sviluppo del marketing e della reputazione

I dati sull'impatto sociale sono fondamentali per gli investitori e le investite, essi migliorano il marketing e guadagnano la fiducia con le parti interessate. Aiutano ad attrare nuovi capitali, facilitano l'ingresso in nuovi mercati e accelerano il coinvolgimento delle autorità locali.

La Shell Foundation fornisce finanziamenti iniziali a imprese con un potenziale impatto sociale, principalmente focalizzato su Africa e Asia. I temi principali della Fondazione sono: accesso all'energia, mobilità sostenibile, creazione di posti di lavoro sostenibili, sostenibilità della produzione e incubazione di nuove tecnologie e modelli di business. La Fondazione ha scoperto che il monitoraggio delle prestazioni sociali e ambientali ha contribuito a dimostrare ai potenziali investitori che una società in cui hanno investito sta ottenendo un impatto. La Fondazione si concentra sull'acquisizione

diretta dei risultati derivanti dai servizi che un'azienda è progettata per fornire, oltre alla misurazione dell'impatto più ampio ottenuto attraverso la catena di approvvigionamento dell'azienda.

5) ***Allineamento strategico e mitigazione del rischio***

La misurazione dell'impatto svolge un ruolo fondamentale del garantire agli investitori e alle imprese che le attività sono allineate con la loro missione e strategia. Il monitoraggio sociale e le prestazioni ambientali possono fornire informazioni preliminari sul business in generale, offrendo l'opportunità di correggere la rotta e prevenire le perdite.

Nei suoi investimenti in microfinanza e in imprese sociali, Deutshe Bank utilizza una scorecard (uno strumento statistico che misura gli obbiettivi raggiunti) durante la verifica dei dati di bilancio della società investita per verificare che l'azienda sia sufficientemente strutturata per portare a termine la loro specifica missione sociale. Lo scorecard si compone di 43 domande a risposta multipla come ad esempio la definizione chiara degli obiettivi sociali e come l'azienda integra questi obiettivi nel loro business, trattamento dei dipendenti e le politiche di protezione ambientale.

CAPITOLO 2

STRATEGIA DI INVESTIMENTO ALTERNATIVA

2.1 STRUMENTI FINANZIARI UTILIZZATI NELL'IMPACT INVESTING

Fino ad ora è stato introdotto il tema dell'Impact Investing esponendo le principali caratteristiche, il suo sviluppo negli anni e nel mercato evidenziando la sua crescente importanza. Si è cercato di identificare a grandi linee l'investitore e le motivazioni che lo spingono ad avvicinarsi all'Impact Investing e chi invece offre soluzioni che abbiano un impatto socialmente positivo.

Per veicolare adeguatamente l'offerta di investimenti ad impatto sociale sono necessari diversi tipi di strumenti finanziari che incontrino tutti i tipi di richieste del mercato. Per questo motivo gli investitori che intendono avvicinarsi all'Impact Investing, possono scegliere tra un'ampia gamma di strumenti appartenenti ad asset class differenti, i quali differiscono per diversi gradi di rischio, remunerazione attesa e tipologia di impresa investita.

Si possono suddividere gli strumenti finanziari in due macro gruppi. Vengono infatti essenzialmente individuati strumenti utilizzati tradizionalmente ed altri invece più alternativi, sviluppati in alcuni casi proprio per esprimere al meglio l'obiettivo del ritorno economico, sociale e di rischio dell'investimento. I primi strumenti innovativi come i Social Impact Bonds si sono sviluppati principalmente in UK e Usa a partire dal 2008, solo negli ultimi anni in Italia, Francia e Germania si è cercato di introdurli adattandoli alle diverse esigenze di mercato.

Depositi e strumenti assimilati alla cassa: si fa riferimento ad investimenti di liquidità (come i certificati di deposito e i conti di risparmio) presso banche locali o altri istituzioni finanziari. Il proprio deposito o conto viene reinvestito in attività che hanno come obiettivo quello di generare un impatto socio/ambientale positivo. Un esempio

italiano è Ethical Banking: un progetto che coinvolge alcune Banche di Credito Cooperativo e Casse Rurali. Le BCC fanno da intermediarie tra i risparmiatori e coloro che hanno necessità di finanziare progetti socialmente utili, la banca rinuncia a qualsiasi utile in denaro e in questo modo permette ai correntisti di avere un ruolo attivo scegliendo il progetto nel quale investire.

Strumenti di Private debt vengono suddivisi in:

- **Strumenti di debito tradizionali:** i soggetti che fanno propri i criteri del "non profit" e che agiscono secondo logiche differenti rispetto a quelle delle Istituzioni Pubbliche e delle imprese propriamente dette vengono individuate nella categoria del Terzo Settore. Per supportare il loro fabbisogno finanziario sia di lungo che di breve periodo, questi soggetti, possono fare affidamento sulle soluzioni finanziarie proposte dalle istituzioni tradizionali con tassi di interesse che variano a seconda del caso.
- **Finanziamenti erogati in forma di debito attraverso i fondi di prestito mutualistico:** le cooperative sociali possono soddisfare le loro esigenze di sviluppo anche tramite la raccolta di risparmio con prestiti forniti dai soci o da altre enti finanziari non profit.
  Un esempio di finanziamenti erogati in forma di debito o di prestito mutualistico è il progetto "Dal bene confiscato al bene comune" del Credito Cooperativo italiano realizzato in collaborazione con l'associazione antimafia Libera. Obiettivo del progetto è quello di sostenere l'imprenditorialità sociale che gestisce i beni confiscati alla criminalità organizzata, non solo tramite l'accesso al credito (da parte delle BCC del territorio), ma con una serie di attività di supporto (contributi a fondo perduto, tutoraggio gratuito) in collaborazione con enti ed associazioni locali.
- **Microcredito:** il microcredito viene definito come prestito di piccole dimensioni finalizzato all'avvio di un'attività imprenditoriale rivolto

a soggetti sfavoriti dal punto di vista sociale ed economico che difficilmente hanno accesso alle normali risorse finanziarie. Nel caso degli investimenti ad impatto, il microcredito, viene utilizzato per sostenere le imprese di dimensioni ridotte e organizzazioni non profit. Il prestito in questione non è coperto da garanze reali.

- **Minbond:** sono obbligazioni a medio-lungo termine emesse dalle cosiddette PMI cioè imprese di dimensioni medio-piccole non quotate. I proventi vengono solitamente utilizzati per attuare piani di sviluppo, investimenti straordinari e operazioni di rifinanziamento. Nel prossimo capitolo verrà affrontato più nel dettaglio il tema dei Minibond, in quanto stanno assumendo sempre più importanza nella transazione verso un mercato sostenibile e nel coinvolgimento delle piccole e medie imprese alla generazione di impatto socio-ambientale positivo.

Equity like capital o Mezzanine Finance: è una particolare forma di indebitamento di un'impresa, ha una forma ibrida tra il finanziamento puro e l'equity poiché la remunerazione è divisa nel tasso di interesse sul finanziamento (simile al normale debito bancario) e in una remunerazione variabile in funzione dei risultati dell'azienda. Questo approccio lega una parte della remunerazione al conseguimento di alcuni risultati, in questo caso socio ambientali. Il piano di rimborso dei fondi utilizzati è quindi vincolato all'aumento di valore della società.

Public equity: è un'attività finanziaria in cui l'investitore può allocare delle risorse direttamente in azioni che rappresentano il capitale sociale dell'impresa. Nel caso del mercato ad impatto, vengono acquistate quote azionarie di imprese che hanno un impatto socio-ambientale positivo. Negli ultimi anni si è assistito ad un aumento delle aziende ad impatto sociale quotate in borsa. Il Regno Unito e il London Stock Exchange Group, rappresenta un ruolo fondamentale per lo sviluppo globale di un'economia sostenibile. Nel 2017, è stato diffuso tra le oltre 2700

società quotate sui mercati regolamentati britannico e italiano, un prospetto con indicanti le linee guida per tenere informati gli investitori sull'impatto ambientale generato, sul rispetto dei diritti dei lavoratori, sulla trasparenza e impatto sociale. Questo documento mette in risalto l'importanza di condurre business in modo sostenibile e come veicolare in modo corretto le informazioni in modo che gli investitori siano a conoscenza di dove vanno ad allocare le proprie risorse. Fondamentale è inoltre la direttiva europea 2014/95/UE la quale obbliga le imprese di interesse pubblico o con più di 500 dipendenti, il cui bilancio consolidato soddisfi determinati requisiti a rendere note le loro politiche di sostenibilità o in caso contrario di spiegare la motivazione per cui non lo fanno. Tra gli strumenti di Public Equity vi è anche **l'Equity Crowfounding** ; tramite una piattaforma online, più persone, possono contribuire alla crescita dell'impresa e dei suoi progetti conferendo modeste quantità di denaro e acquistando in questo modo una piccola partecipazione della società. Se il progetto o l'azienda in cui si è investito ha successo, il valore della partecipazione aumenta. Ci sono diversi tipi di Crowfounding e così come i MiniBond possono avere un'importanza fondamentale nello sviluppo delle Sturt Up e della piccola media impresa sostenibile.

Public Debt sono suddivisi in:

- **Obbligazioni:** classico titolo di debito emesso da una società o ente pubblico che attribuisce al suo possessore il diritto del rimborso del capitale prestato più un interesse su tale somma, lo scambio di obbligazioni viene regolamentato in appositi mercati.
- **Social Bond Grant/ Loan Based:** sono strumenti innovativi in fase di sviluppo o embrionale. Sono titoli di natura obbligazionaria che offrono al sottoscrittore la possibilità di ottenere rendimenti di mercato o al di sotto di mercato e allo stesso tempo di contribuire al sostegno di iniziative di rilevanza sociale. L'emittente di tale strumento, rinuncia ad una parte del suo margine in favore di

finanziamenti a condizioni favorevoli ad imprese o società con un elevato impatto sociale.

- **Lending Crowfounding:** è un'altra tipologia di Crowfunding, si tratta di una forma di prestito da parte di privati tramite l'utilizzo di una piattaforma online. Permette agli investitori di dare direttamente a titolo di interesse o a tasso zero somme di denaro per progetti a valore sociale, allo stesso tempo permette alle associazioni non profit di ricevere finanziamenti a tassi agevolati che in altri casi difficilmente avrebbero potuto ottenere.
- **Prestito peer-to-peer:** sono prestiti tra privati i quali permettono di finanziare progetti o imprese senza l'utilizzo di istituzioni finanziarie professionali, questo permette di ridurre al minimo i costi di intermediazione e di conseguenza di avere dei tassi di interesse più agevolati. I prestiti Peer-to-peer vengono fatti su appositi siti internet, questo riduce ulteriormente i costi operativi. Ogni richiedente deve iscriversi su un sito di social lending, gli viene assegnato un rating sul suo livello di affidabilità, più il livello di rating è basso e più i il tasso di interesse sarà alto per sopperire al rischio.

Tra gli strumenti innovativi che si stanno sviluppando negli ultimi anni ci sono invece:

Fondi d'investimento (Private Equity e Venture Capital)

I fondi d'investimento si suddividono principalmente in due tipologie:

- Investimenti diretti in organizzazioni con un alto impatto socio-ambientale
- Investimenti indiretti in fondi o in titoli che investono in organizzazioni con impatto socio-ambientale.

Per poter essere degli strumenti impact i fondi devono generare un impatto socio ambientale positivo, tale impatto deve essere misurato e rendicontato agli investitori tramite il report d'impatto. Vengono quindi

esclusi dalle possibilità di investimento strumenti finanziari che vengono emessi da imprese che hanno un impatto negativo sull'ambiente o sulla società o in Stati dove non vengono rispettati i diritti umani. Solitamente i fondi decidono in quali attività investire utilizzando l'analisi ESG la quale prende in esame l'impatto ambientale, sociale e di buon governo. All'interno della scelta rientra inoltre anche il rendimento e il rischio dell'investimento. L'investimento quindi viene valutato da una parte per la sua capacità di generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile e dall'altra parte per il rendimento in linea con il profilo di rischio della strategia d'investimento. Il termine Private Equity si riferisce all'attività svolta dai fondi i quali investono in capitale di rischio per supportare diverse fasi della crescita di un'impresa (iniziale, di cambiamento o di sviluppo). Le attività di Venture Capital sono per l'appunto gli investimenti nella prima fase di avvio dell'impresa (Start Up). Solitamente il supporto fornito dai fondi di investimento non supera i 4 o 5 anni e non si limita solamente all'apporto di capitale ma anche a consigli in ambito manageriale per raggiungere determinati obiettivi di sviluppo.

Asset Reali

Si tratta di investimenti in beni tangibili come immobili, impianti per l'energia rinnovabili o anche foreste. All'interno di questo ramo, troviamo il Real Estate cioè investimenti in soluzioni abitative sostenibili e con prezzi accessibili, assicurando gli elementi essenziali per una vita dignitosa: acqua, servizi igienici, servizi sanitari ed istruzione. Solitamente infatti gli investimenti in Real Estate vengono fatti nelle aree con popolazione a basso reddito creando nuove strutture o per riqualificare e rigenerare edifici e zone urbane già esistenti. L'obiettivo ultimo è comunque quello di migliorare la vita dei fruitori degli spazi creati o rigenerati.

Green Bond

I Green Bond sono strumenti finanziari relativamente recenti che si stanno espandendo velocemente, secondo i dati del Bloomberg New Energy Finance, nel 2016 sono state emesse nuove obbligazioni verdi per un totale di US$ 95 miliardi segnando una crescita del 100% rispetto all'anno precedente.[18] Sono titoli di debito collegati al finanziamento di progetti con ricadute positive in termini ambientali come ad esempio: riduzione delle emissioni di gas serra, progetti di adattamento al cambiamento climatico o tutela delle risorse idriche e delle biodiversità. La prima obbligazione verde venne lanciata dalla BEI (Banca Europea degli investimenti) nel 2007 con l'obiettivo di finanziare progetti che proponessero soluzioni ai cambiamenti climatici. Multinazionali hanno deciso di emettere Green Bond per lasciare un impatto positivo e fornire un aiuto concreto all'ambiente, un esempio è Apple che a Giugno del 2017 ha emesso obbligazioni green per US$1 miliardo con scadenza a 10 anni.[19]

Nel 2014 l'International Capital Market Association ha definito delle linee guida che vengono chiamate: "Green Bond Principles (GBP)". Queste linee guida hanno l'obiettivo di definire maggiore trasparenza precisione e completezza nelle informazioni che vengono trasmesse ai terzi da chi emette questi strumenti.

I GBP forniscono direttive principalmente in 4 aree[20]:

1- *Utilizzo dei proventi*

18 "Bloomberg New Energy Finance 2017, Green bonds: 2016 in review: https://about.bnef.com/blog/green-bonds-2016-review/"
19 "http://reut.rs/2sqBcI7"
20 "Cfr. Forum per la Finanza Sostenibile 2016, Finanza sostenibile e cambiamento climatico: http://finanzasostenibile.it/attivita/finanza-sostenibile-cambiamento-climatico/"

I proventi dei green bond hanno l'obiettivo di essere utilizzati per progetti ad impatto ambientale positivo. Per questo motivo è necessaria della documentazione allegata al titolo che attesti la destinazione di tali proventi.

2- *Valutazione e selezione dei progetti*

Per rendere trasparente l'utilizzo di questi strumenti finanziari, l'emittente dovrebbe rendere noti i criteri utilizzati per la selezione dei progetti e gli obiettivi di sostenibilità ambientale da raggiungere. Maggiore trasparenza si potrebbe inoltre acquisire con la valutazione dei progetti da parte di esterni.

3- *Gestione dei proventi*

I proventi netti delle obbligazioni verdi dovrebbero essere tracciati e depositati su un conto apposito. Gli investitori dovrebbero inoltre venire informati di come verranno utilizzati e dove verranno momentaneamente messi i proventi in eccesso.

4- *Rendicontazione*

Gli investitori dovrebbero venire informati periodicamente tramite appositi report sull'utilizzo dei proventi e dei progetti interessati con evidenziati i dettagli delle somme allocate e degli impatti attesi.

Solo tramite l'utilizzo di solidi standard e certificazione di qualità di tali strumenti finanziari si potrà avere un reale sviluppo sul mercato e un maggiore interesse da parte degli investitori.

Social Bond

I Social Bond, sono strumenti finanziari utilizzati per il finanziamento di progetti che generano un impatto sociale positivo; vengono utilizzati per permettere a tutti di aver accesso alla sanità, a delle strutture abitative adeguate e ad avere un'occupazione. Nonostante durante i primi mesi del 2017 ci siano stati incoraggianti segnali di sviluppo dei social bond sul mercato, restano comunque strumenti finanziari ad uno stato iniziale. In Europa, il Council of Europe Development Bank (CEB) ha emesso un

“social inclusion bond” del valore di €500 milioni, il cui obiettivo è di finanziare progetti in ambito social housing, educazione e formazione professionale e nella creazione di posti di lavoro in piccole e medie imprese tramite l’utilizzo dei proventi ricavati.[21] Vi sono inoltre due distinzioni che riguardano i social bond, non rientrano infatti tra gli strumenti di impact investing le obbligazioni grant based le quali destinano una parte dei proventi ad organizzazioni non profit. Tali interventi vengono infatti considerati filantropici. Vengono invece considerati strumenti di impact investing le obbligazioni loan based le quali dedicano l’intero provento a progetti con impatto sociale positivo.
Cosi come per i Green Bond, anche per i Social Bond sono state definite delle linee guida volontarie per la loro emissione sul mercato con l’obiettivo di facilitarne l’utilizzo tramite l’aumento della rendicontazione a disposizione degli investitori e della trasparenza.

1- Utilizzo dei proventi
A differenza dei Green Bond, l’elemento distintivo in questo caso è l’utilizzo dei proventi per progetti ad impatto sociale positivo i quali devono essere attentamente valutati e la documentazione prodotta allegata al titolo in modo da aumentare la consapevolezza degli investitori.

2- Valutazione e selezione dei progetti
Chi emette i Social Bond deve comunicare gli obiettivi sociali che si pone di raggiungere e come vengono valutati e selezionati i progetti nei quali investire.

3- Gestione dei proventi
Come nel caso delle obbligazioni verdi, i proventi devono essere tracciati e destinati in uno specifico conto, deve inoltre essere comunicato dove si intende destinare i proventi in eccesso.

4- Rendicontazione

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

Gli emittenti dovrebbero tenere sempre aggiornati i dati relativi all'utilizzo dei proventi descrivendo gli impatti generati e il dettaglio delle somme impiegate.

Social Impact Bond

Sono strumenti di impact investing innovativi che utilizzano contratti pay for success o meglio: l'investitore privato fornisce capitale per finanziare progetti di pubblica utilità, la remunerazione è legata alla effettiva generazione di un impatto sociale positivo, maggiore è l'impatto generato, maggiore sarà il ritorno finanziario che l'investitore avrà. Questo strumento può generare notevoli risparmi per l'amministrazione pubblica in quanto la remunerazione è vincolata al raggiungimento di un impatto sociale positivo opportunamente misurato. Solitamente i progetti intrapresi trattano cambiamenti del comportamento come ad esempio: progetti per evitare che chi esce di prigione di prigione commetta nuovamente crimini, progetti sull'educazione alimentare per evitare le problematiche relative all'obesità o programmi educativi per prevenire malattie riducendo così i costi della sanità. I SIB hanno quindi acquisito sempre più importanza perché sono in grado di tradurre in "denaro" e dare un valore economico a temi sociali, incentivando in questo modo la buona riuscita dei progetti con un relativo impatto positivo. Il primo Social Impact Bond è nato nel 2010 nel Regno Unito per favorire il reinserimento dei detenuti del carcere di Peterborough con una pena inferiore a 12 mesi con l'obiettivo di diminuire il tasso di recidiva[22], il risultato non solo è stato raggiunto ma anzi è stato superato: il tasso di recidiva si è infatti abbassato del 9% mentre invece il target fissato dal Ministero della Giustizia era del 7,5%. Grazie a questo risultato, gli investitori hanno ricevuto dalla Pubblica Amministrazione il capitale

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

inizialmente investito maggiorato del 3%. Molte altre città e Pubbliche Amministrazioni hanno preso esempio da Peterborough emettendo SIB incentivando progetti di pubblica utilità. È importante sottolineare che i SIB non sono strumenti obbligazionari tradizionali, bensì sono contratti con l'amministrazione pubblica nei quali quest'ultima si impegna ad effettuare un pagamento a fronte di un miglioramento dei risultati sociali.

2.2 Vantaggi e svantaggi dell'inserimento di strumenti impact in un portafoglio tradizionale

Gli strumenti impact che sono stati esposti vanno a sommarsi alle altre possibilità che un investitore ha per comporre il proprio portafoglio di investimenti in base alla sua linea strategica. L'investitore decide come comporre il proprio portafoglio seguendo i propri obbiettivi ed essendo consapevole del fatto che ad un rendimento più elevato corrisponde un rischio più elevato. L'investitore impact invece oltre al rendimento ed al rischio deve tenere in considerazione anche l'impatto sociale che i suoi investimenti generano. Per poter essere una scelta competitiva, gli strumenti impact devono garantire un adeguato ritorno economico e un impatto socio – ambientale misurabile e positivo. È quindi utile andare a confrontare un portafoglio tradizionale e uno con al suo interno strumenti impact.

Per valutare gli effetti che genera la scelta di allocare una parte di risorse negli investimenti ad impatto sono necessarie conoscenze specifiche, per questo motivo la tendenza di molti investitori ed operatori di mercato è di trattare questi investimenti come classi a sé stanti con team specializzati nella loro gestione e che trattino questo tema con budget prestabiliti andando poi ad integrarli al portafoglio.

Ci possono essere diverse motivazioni che spingono un operatore finanziario ad inserire l'impact investig nel portafoglio, oltre al fatto di voler generare un impatto positivo:

- Diversificazione di portafoglio
- Vantaggi del first mover in un nuovo mercato
- Miglioramento dell'immagine percepita
- Attrazione di nuovi capitali e di investitori interessati al tema di tutela socio ambientale

Sarà poi l'investitore a decidere che peso far ricoprire agli investimenti impact nel suo portafoglio anche in base alla liquidità e al livello di rischio che vuole avere. Alcuni strumenti ad impatto sono infatti facilmente liquidabili sul mercato come ad esempio: le obbligazioni, i depositi e gli investimenti in fondi. Altri invece sono investimenti di lungo periodo e risulta quindi più complicato smobilizzarli; in questo caso si fa riferimento al venture capital, Real Estate e private equity.
L'inserimento di strumenti impact all'interno del portafoglio porta con sé determinati rischi derivanti dalla natura e dalla tipologia dell'investimento i quali risultano essenzialmente uguali a quelli degli investimenti tradizionali. Vengono ora elencati alcuni rischi strettamente correlati agli investimenti ad impatto:

Rischio derivante dal mercato alle prime fasi:

Il mercato degli strumenti ad impatto è ancora alle prime fasi, pur essendo cresciuto molto negli ultimi anni non ha ancora molti track record sui quali gli operatori possono fare delle valutazioni. Di conseguenza i manager sono più cauti e gli investimenti di portata minore rispetto al mercato tradizionale.

Rischio di ecosistema

La crescita del mercato impact è pesantemente influenzata dallo sviluppo di un ecosistema che la supporti. Alcuni esempi sono gli interventi politici che possono facilitare l'espansione di strumenti impact o il miglioramento di metodi per la misurazione dell'impatto generato dall'investimento. Una

mitigazione del rischio di mercato può quindi derivare dal supporto della comunità.

Rischio di sbandamento dalla Mission

Ci può inoltre essere il rischio che gli operatori "sbandino" dall'obiettivo di generare un impatto positivo discostandosi quindi dalle intenzioni degli investitori. Generalmente questo rischio si osserva quando i manager che gestiscono i fondi vengono tentati da investimenti più redditizi a discapito dell'impatto socio-ambientale.

Rischio di combinazione del capitale

Ci può essere il rischio di non riuscire a combinare in modo efficace capitali derivanti da donazioni, che quindi non hanno alcun scopo di lucro, e capitali destinati ad investimenti. È importante combinare in modo corretto il capitale derivante da donazioni e quello derivante da investimenti in modo da soddisfare sia chi ha scopi filantropici sia chi investendo delle proprie risorse si aspetta di ottenere un rendimento.

Rischio legato all'azzardo morale

Negli investimenti c'è il rischio di non riuscire a riconoscere quando si sta subendo una perdita, negli investimenti ad impatto sociale questo rischio è ancora più alto in quanto il fine ultimo è generare un effetto positivo. Si tende quindi a perseverare nell'investimento per non deludere le aspettative prefissate. Proprio perché l'investitore è realmente interessato ad aiutare il destinatario dei fondi, sarà meno propenso a tutelarsi da tale rischio.

Alcuni rischi sopra elencati restano in vigore nonostante lo sviluppo del mercato e dell'ecosistema. Attraverso all'esperienza maturata si riuscirà però a sviluppare processi per riconoscere e mitigare i rischi correlati all'inserimento di strumenti impact nel portafoglio, una volta riconosciuto il rischio esso potrà essere gestito in modo efficace.

Tenendo in considerazione i possibili rischi che potrebbero nascere dall'inserimento di strumenti impact all'interno di un portafoglio di

investimenti, l'impact investment è una strategia che può essere utilizzata in diverse asset class e per questo molti investitori la stanno integrando sempre di più alle loro scelte. A sostegno di questa tesi viene ora riportato l'approccio sviluppato dall'Asset allocation working group, istituito in occasione del G8(WGAA,2014) insieme al Social Impact Investing Taskforce. L'approccio del WGAA consiste nel confrontare un portafoglio d'investimento tradizionale con un portafoglio composto anche da strumenti impact.

Come primo step dell'analisi proposta dal WGAA vengono costruiti diversi portafogli seguendo strategie differenti. Alla base c'è il principio della diversificazione, l'obiettivo è infatti quello di raggiungere un determinato livello di rischio e ritorno economico componendo i portafogli con diversi strumenti e asset class. In caso di crisi o turbolenze di mercato le diverse classi di attività si muovono in direzioni differenti, grazie ad una costante analisi ed una buona comprensione dei mercati finanziari è possibile ottenere un insieme di investimenti in linea con gli obiettivi. Viene sotto riportato l'esito della simulazione effettuata:

1 Esempio di portafoglio tradizionale

USD reference currency	Income strategy (Lower risk)	Yield strategy	Balanced strategy	Growth strategy (Higher risk)	Hedged	Expected 5 Yrs Return p.a.	Expected Volatility p.a.
Money markets	5%	5%	5%	5%		1.7%	0.5%
Bonds	73%	55%	38%	21%			
High Grade USD bonds 5-7y	40%	25%	20%	11%		3.1%	2.5%
Short-term USD Corporate bonds 1-5yr	10%	8%				2.7%	3.0%
USD Corporate bonds	13%	12%	10%	2%		4.3%	5.5%
US High Yield bonds	5%	5%	5%	5%		4.8%	9.6%
EM sovereign bonds	3%	3%	3%	3%		5.2%	8.7%
EM corporate bonds	2%	2%				5.2%	9.1%
Equities	10%	25%	42%	62%			
USA equities	5%	12%	21%	33%		7.6%	15.1%
Emerging Market equities		4%	6%	9%		10.3%	23.9%
EMU equities		4%	5%	7%	X	7.6%	19.0%
UK equities	3%	3%	4%	6%	X	7.8%	13.5%
Japan equities			4%	5%	X	7.2%	19.5%
Switzerland equities	2%	2%	2%	2%	X	7.3%	14.8%
Private markets – Absolute Return	12%	15%	15%	12%			
Absolute return	12%	15%	15%	12%		4.1%	6.3%
Total	100%	100%	100%	100%			
Traditional SAA:							
Expected 5 yrs Return p.a.	3.9%	4.7%	5.5%	6.3%			
Expected Volatility p.a.	3.6%	5.5%	7.5%	10.1%			

Fonte: WGAA 2014

Vengono poi simulati altri portafogli inserendo investimenti ad impatto per capire come si modificano in termini di rischio e rendimento. Poiché la base dati a disposizione non è molto ampia e il mercato è giovane, gli autori hanno deciso di utilizzare valori prudenti per il rendimento e la volatilità degli investimenti al fine di creare un modello il più possibile veritiero. È stato quindi fissato un rendimento assoluto massimo di circa il 4%, una volatilità di poco superiore al 6% e un taglio delle aspettative di rendimento degli investimenti ad impatto del 20% il quale rappresenta il desiderio dell'investitore di includere non solo investimenti di impatto che generano rendimenti positivi ma anche quelli che hanno rendimenti inferiori al mercato pur di ottenere un effetto positivo con la propria allocazione.

2 Esempio di portafoglio con investimenti impact

USD reference currency	Client strategies (Lower risk → Higher risk): Income strategy	Yield strategy	Balanced strategy	Growth strategy	(Sub) asset classes characteristics: Hedged	Expected 5 Yrs Return p.a.	Expected Volatility p.a.
Money markets	5%	5%	5%	5%		1.7%	0.5%
Bonds	70%	50%	33%	16%			
High Grade USD bonds 5-7y	38%	22%	17%	7%		3.1%	2.5%
Short-term USD Corporate bonds 1-5yr	9%	8%				2.7%	3.0%
USD Corporate bonds	10%	8%	6%			4.3%	5.5%
Imapct investment grade bonds	3%	2%	2%	2%		3.8%	5.5%
US High Yield bonds	5%	5%	5%	4%		4.8%	9.6%
EM sovereign bonds	3%	3%	3%	3%		5.2%	8.7%
EM corporate bonds	2%	2%				5.2%	9.1%
Equities	10%	22%	38%	56%			
USA equities	5%	10%	19%	33%		7.6%	15.1%
Emerging Market equities		3%	5%	7%		10.3%	23.9%
International diversified impact quities		1%	1%	2%	X	7.2%	23.9%
EMU equities		3%	4%	5%	X	7.6%	19.0%
UK equities	3%	3%	4%	5%	X	7.8%	13.5%
Japan equities			3%	5%	X	7.2%	19.5%
Switzerland equities	2%	2%	2%	2%	X	7.3%	14.8%
Private markets – Absolute Return	12%	15%	15%	12%			
Absolute return	12%	15%	15%	12%		4.1%	6.3%
Impact Absolute Return (including SIBs/DIBs)	2%	3%	3%	3%		4.1%	6.3%
Private markets – Real asset/estate	3%	6%	6%	5%			
Private real estate	2%	3%	3%	3%		10.2%	7.0%
Impact real estate	1%	3%	3%	2%		8.1%	7.0%
Private markets – PE/VC & private debt	2%	5%	6%	6%			
Private equity/venture capital & private debt		3%	3%	4%		9.5%	9.9%
Impact private equity/venture capital & private debt	2%	2%	3%	2%		7.2%	9.9%
Total	100%	100%	100%	100%			
IMPACT assets	8%	11%	12%	11%			
SAA including impact:							
Expected 5 yrs Return p.a.	4.1%	5.1%	5.9%	6.7%			
Expected Volatility p.a.	3.6%	5.3%	7.3%	9.7%			
Versus:							
Traditional SAA:							
Expected 5 yrs Return p.a.	3.9%	4.7%	5.5%	6.3%			
Expected Volatility p.a.	3.6%	5.5%	7.5%	10.1%			

Asset class mix (& sub asset classes)

Fonte: WGAA 2014

Dall'analisi sopra riportata emerge che per ottenere risultati simili alla simulazione priva di investimenti ad impatto si possono integrare nel portafoglio strumenti impact in misura del 8-12% diminuendo però in

questo modo la liquidità complessiva dovuta dalla poca offerta di strumenti.
Secondo quanto riportato, utilizzando in modo corretto gli strumenti a disposizione e dopo un'attenta analisi del mercato, è possibile ottenere gli stessi risultati di un portafoglio tradizionale inserendo anche strumenti ad impatto. Un punto a favore di questa strategia è la diversificazione; durante le crisi vi è infatti una maggiore richiesta di questi strumenti sul mercato rispetto a quelli tradizionali. Gli strumenti impact, se usati in modo prudente, favoriscono quindi la diminuzione complessiva di rischio di portafoglio. [23]

2.3 POSSIBILITÀ DI INVESTIMENTO

Una delle barriere che negli scorsi anni veniva percepita maggiormente dagli investitori era la difficoltà di trovare informazioni utili per identificare le possibilità di investimento più adeguate ai propri obiettivi all'interno del mercato Impact. L'associazione nonprofit GIIN (Global impact investing network) nasce proprio con l'intenzione di ridurre gli ostacoli e sviluppare l'espansione del mercato impact. Una delle iniziative portate avanti dal GIIN è la creazione di una piattaforma chiamata "ImpactBase"[24] messa a disposizione degli investitori e di chi vuole proporre nuovi strumenti e fondi impact per poter far incontrare domanda e offerta. Tramite l'utilizzo di questo database gli investitori interessati possono reperire informazioni utili su fondi e prodotti ad impatto, ad oggi questa piattaforma viene utilizzata da più di 2700 investitori e contiene il profilo di 400 fondi di investimento con caratteristiche ed obiettivi differenti. Gli strumenti più utilizzati dagli investitori sono appunto i fondi i quali possono fornire vantaggi importanti. Ad esempio, i gestori di fondi possono offrire competenze geografiche e / o settoriali, che possono ridurre i costi di ricerca e di

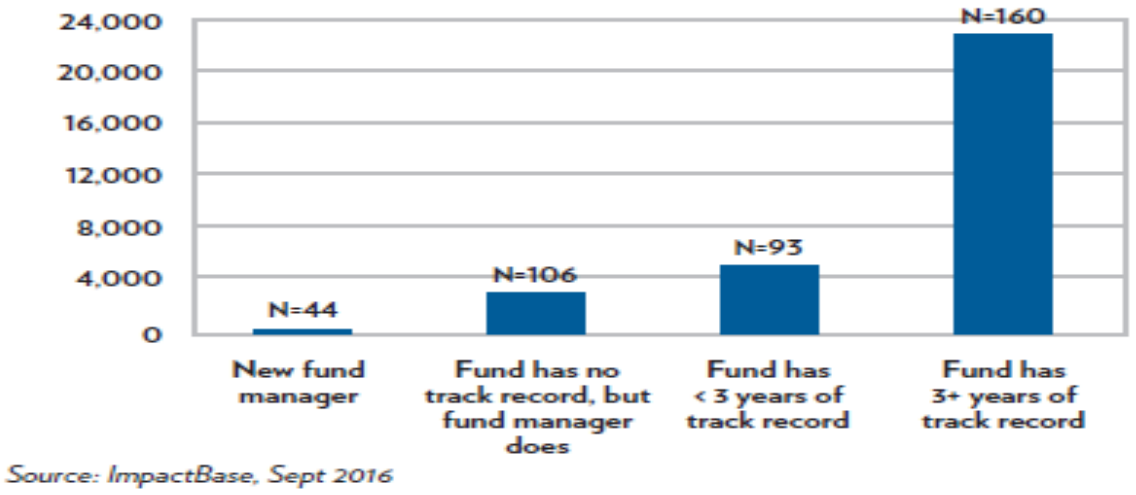
[23] "Allocating for impact"
[24] "https://www.impactbase.org/"

transazione per l'investitore. Così come ImpactBase anche altri enti hanno creato dei data base per raccogliere ed offrire informazioni principalmente sui fondi, alcuni esempi sono: "Investing with impact" gestita da Morgan Stanley e "ImpactAssets 50" gestita dall'organizzazione autonoma Impact Assets.

Come riportato dall'ultimo sondaggio annuale condotto dal GIIN, i fondi di investimento rimangono uno degli strumenti più utilizzati dagli investitori impact e dagli intermediari. Per questo motivo verrà ora brevemente esposta una fotografia della situazione dei fondi grazie al campione censito in ImpactBase.

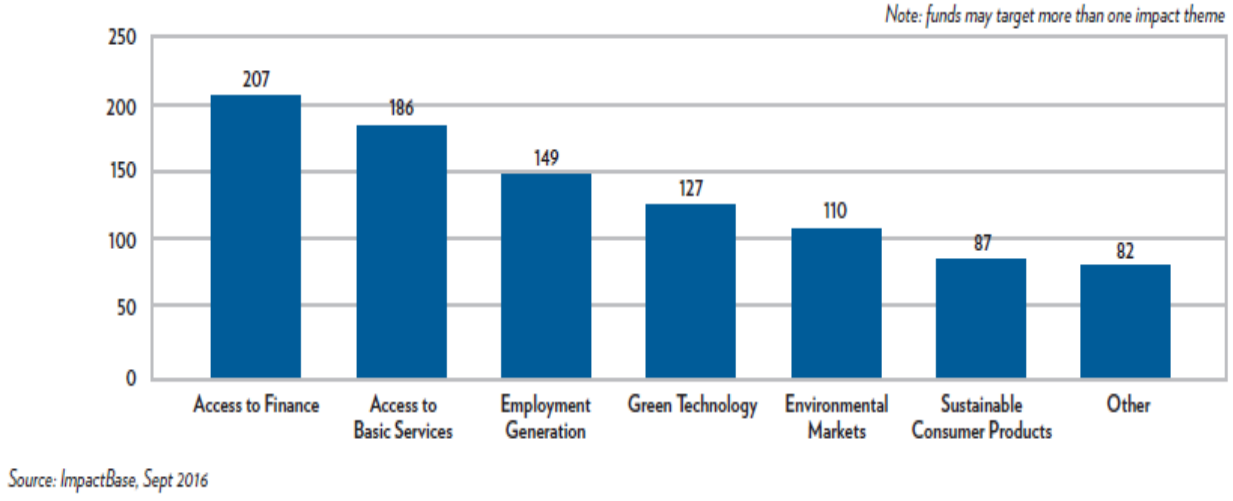
Attualmente i fondi censiti del database GIIN sono 403, 160 hanno un track record di oltre 3 anni, 93 hanno un track record inferiore a tre anni, 106 non hanno un track record e 44 sono nuovi fondi. Solo il 40% dei fondi è sul mercato da oltre tre anni e può quindi fornire dati agli investitori che si avvicinano al mercato Impact, il restante 60% invece sono sul mercato da poco tempo. È comunque da ritenersi positivo il fatto che quasi la metà dei fondi sia attivo da più di tre anni considerando la giovane età del mercato.

DISTRUBOZIONE DEI FONDI PER TRACK RECORD



I dati raccolti analizzando i fondi segnalano che il capitale ricevuto è distribuito equamente a seconda degli obiettivi strategici di voler creare un impatto positivo sociale o ambientale. Entrando più nello specifico dell'analisi, i fondi sono stati divisi per tema trattato, come riportato nel grafico sottostante. Al primo posto troviamo l'accesso alla finanza tramite lo sviluppo della microfinanza e l'aiuto alle piccole medie imprese. Al secondo posto troviamo invece lo sviluppo dell'accesso ai servizi di base. Gli ultimi tre posti sono occupati da temi ambientali come: la tecnologia green, sviluppo di mercati ambientali e prodotti sostenibili.

TEMI TRATTATI DAI FONDI

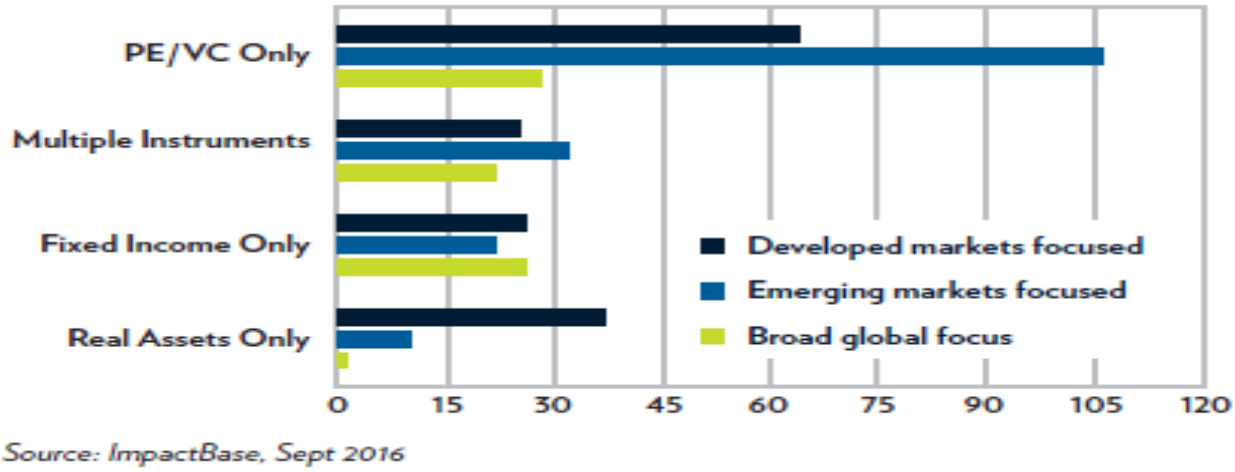


Per un investitore è molto importante sapere in che settori operano i fondi in cui andrà ad investire in modo da generare degli impatti positivi secondo le proprie intenzioni ed ideali.

Gli asset class più utilizzati sono di Private Equity e Venture Capital, rappresentano il 50% dei fondi censiti in ImpactBase i quali operano maggiormente nei mercati emergenti. Come si può notare dal grafico sottostante invece i fondi di Real Asset operano maggiormente nei mercati già sviluppati. [25]

[25] "400+ Funds on Impact Base"

NUMERO DI FONDI PER ASSET CLASS E FOCUS GEOGRAFICO



I dati raccolti sono in linea con le intenzioni preposte dall'impact Investing. Come possiamo osservare dal grafico, tutti gli asset class operano maggiormente nei mercati emergenti tranne i Real Assets. Questo è dovuto da un lato dal fatto che nei mercati emergenti ci sono più opportunità di investimenti ad impatto e dall'altro lato dalla volontà degli investitori di aiutare le zone geografiche più in difficoltà.

CAPITOLO 3

IL RUOLO DEI MINI BOND

Come già analizzato nel capitolo 1, vi sono stati importanti progressi nell'abbattimento delle barriere che impedivano lo sviluppo del mercato Impact. È stata implementata l'offerta di prodotti innovativi per andare incontro alla domanda ed è stata approfondita la conoscenza della materia da parte dei professionisti che li offrono.

Nella vasta gamma di prodotti disponibili per gli investimenti ad impatto rientrano i Mini Bond e i Mini green Bond i quali sono titoli di debito emessi principalmente da piccole e medie imprese con determinate caratteristiche e spesso vengono utilizzati per finanziare operazioni straordinarie e piani di sviluppo.

Le PMI svolgono un compito fondamentale nello sviluppo dell'economia sostenibile, infatti in Europa il 75% delle PMI implementa attività o processi in ambito della sostenibilità, il 65% dei nuovi assunti lavora in PMI ed almeno uno su tre svolge mansioni legate all'economia verde. Tuttavia le PMI trovano difficoltà di accesso al mercato finanziario e bancario e si trovano quindi ad autofinanziare le proprie attività.

L'importanza che stanno assumendo le PMI in questo ambito è stata evidenziata anche dalla Commissione Europea la quale nel 2014 ha lanciato un piano d'assistenza per le PMI "verdi". In questo capitolo verrà quindi analizzato come le PMI possano ricoprire un ruolo fondamentale nel passaggio ad una economia sostenibile tramite l'utilizzo di Mini Bond e di conseguenza dell'Impact Investing.

3.1 Lo scenario macroeconomico

La crisi finanziaria iniziata negli Stati Uniti nel 2007 e scoppiata nel 2008 con il fallimento della banca d'investimento Lehman Brothers Holdings Inc, propagatasi poi nei mercati europei, ha colpito duramente il sistema creditizio e finanziario. Le incertezze sui mercati derivate dalla crisi economica hanno generato come conseguenza una contrazione dei prestiti alle imprese da parte delle banche, in particolar modo alle PMI le quali hanno spesso meno garanzie da poter offrire. Per sopperire alla stretta sui prestiti concessi dalle banche, molte imprese hanno cercato modi alternativi per finanziare le proprie attività, ecco che le emissioni di obbligazioni societarie sono aumentate e hanno mitigato l'effetto dei vincoli di prestito bancario, almeno per le grandi imprese. Dal 2006, il numero di emissioni di obbligazioni societarie in Europa è continuato ad aumentare raggiungendo nel 2016 un volume di 240 miliardi. Questa tendenza si è potuta osservare in tutte le economie avanzate, le quali hanno visto raddoppiare le emissioni di obbligazioni tra il 2000 e il 2014. Il 2017, secondo quanto riportato dalla Banca Mondiale, è stato un anno positivo per l'economia globale che ha visto una crescita del 3% soprattutto grazie all'apporto dato dalla Cina e dalla zona del Pacifico. In Europa, il tasso di cambio euro/dollaro ha favorito le esportazioni mentre invece il tasso di interesse mantenuto basso (-0,33%) dalle operazioni di politica economica espansiva condotte dalla BCE hanno fatto crescere la produzione industriale quasi tutti i mesi.

Il forte aumento dell'attività di emissione dopo la crisi finanziaria del 2008 suggerisce quindi che in questo periodo i titoli di debito avevano un certo grado di effetto di sostituzione per il restringimento dei prestiti bancari.

L'uso delle obbligazioni societarie è diventato una fonte di finanziamento sempre più importante per le imprese sia quotate che non quotate. In

molti casi, le obbligazioni hanno offerto alle società l'opportunità di sostituire i debiti bancari già esistenti con prestiti più convenienti. Risulta quindi interessante analizzare i diversi approcci di finanza aziendale messi in pratica dalle imprese nei diversi stati della zona euro. Nella tabella sottostante vengono esposte le modalità di approvvigionamento delle risorse di finanziamento e due indici caratteristici; debiti bancari (DB) / prestiti (P) e debiti bancari (DB) / debiti finanziari (DF). [26]

Stati	**Istituti Bancari**	**Altri Soggetti**	**Totale Prestiti**	**DB/P**	**DB/DF**
Italia	22,9%	8,6%	31,5%	72,6%	64,2%
Francia	10,0%	10,0%	20,0%	50,2%	38,3%
Germania	15,5%	12,2%	27,7%	55,9%	50,9%
Spagna	17,4%	19,7%	37,1%	46,9%	46,2%
UK	10,9%	15,5%	26,4%	41,1%	29,6%
Zona Euro	15,3%	14,5%	29,8%	51,3%	45,5%

(MINI BOND: STRUMENTI FINANZIARI PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE)

Come si può notare l'Italia è lo stato con le imprese più indebitate verso le banche con il 72,6 %, sopra alla media della zona euro che si attesta a 51,3%. Lo Stato con l'indebitamento più basso con gli istituiti bancari è invece il Regno Unito con 41,1%.

Per capire maggiormente la cultura finanziaria delle imprese e le loro scelte nell'individuazione delle fonti di finanziamento viene ora proposta la composizione delle passività finanziarie tramite la suddivisione in obbligazioni e prestiti bancari.

Stati	**Obbligazioni**	**Prestiti bancari**	**Debiti finanziari**
Italia	4,1%	31,5%	35,6%

[26] "Mini Bond strumenti finanziari per le piccole e medie imprese"

Francia	6,2%	20,0%	26,2%
Germania	2,7%	27,1%	30,4%
Spagna	0,6%	37,1%	37,7%
UK	10,3%	26,4%	36,7%
Zona Euro	3,8%	29,8%	33,6%

(MINI BOND: STRUMENTI FINANZIARI PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE)

Dai dati riportati possiamo notare che nonostante negli ultimi anni siano aumentati i finanziamenti obbligazionari, le imprese si finanziano comunque maggiormente tramite prestiti bancari. Le imprese Spagnole si affidano quasi esclusivamente alle banche per finanziarsi, mentre invece le imprese del Regno Unito sono quelle con la quota più alta di obbligazioni all'interno dei debiti finanziari con una quota del 10,3%. Molte imprese si avvicinano al mercato del credito non ponderando bene i vantaggi e gli svantaggi delle diverse forme di finanziamento. La scelta di uno strumento finanziario non adeguato, soprattutto nel caso di investimenti a medio-lungo termine può aggravare o persino pregiudicare la sostenibilità economico finanziaria di un'operazione commerciale profittevole, tanto da indurre ad abbandonarla.

Quanto esposto fino ad ora mostra una situazione in cui le imprese, in particolar modo quelle di piccole e medie dimensioni, si rivolgono principalmente alle banche e hanno difficoltà ad accedere ai mercati regolamentati. Uno degli obiettivi della Markets in Financial Instruments Directive anche detta MiFid; la direttiva europea sui servivi finanziari, è quello di aiutare la crescita delle PMI facilitando l'accesso al capitale, creando mercati specializzati che mirano a soddisfare le esigenze degli emittenti e sviluppando standard normativi comuni in modo da attrarre maggiormente gli investitori.

Per rispondere all'esigenza di accesso al capitale da parte delle PMI, molti paesi europei hanno creato appositi mercati regolamentati destinati alle

obbligazioni emesse da società di piccola e media dimensione. Vengono ora brevemente esposti i provvedimenti presi dai maggiori stati europei, la situazione italiana verrà trattata nel dettaglio in seguito.

Regno Unito

È il paese europeo con uno dei mercati più vecchi dedicati alle emissioni di obbligazioni da parte delle PMI. Nel 2010 il London Stock Ex-change ha attivato una piattaforma per negoziare obbligazioni di piccole dimensioni al dettaglio (da £ 100 a £ 10.000) note come "Order book for Retail Bonds" (ORB). I requisiti di ammissione sono gli stessi di quelli del mercato principale. A fine 2017 il mercato ORB contava nella sua track record 110 emissioni. Altre opzioni a disposizione delle piccole e medie imprese del Regno Unito che desiderano emettere obbligazioni sono: obbligazioni non quotate e obbligazioni collocate attraverso piattaforme di crowdfunding, nel 2016 sono stati raccolti 79,2 milioni di sterline attraverso offerte di minibond sulle piattaforme di crowdfunding.

Germania

L'esperienza tedesca in questo settore sembra essere molto significativa, anche se non ha avuto molto successo. Nel maggio 2010 la Borsa di Stoccarda ha lanciato il mercato Bondm, un segmento dedicato all'emissione e negoziazione di obbligazioni societarie emesse da PMI, aperto sia agli investitori istituzionali sia a quelli retail. Le obbligazioni possono essere emesse senza che un intermediario agisca da sottoscrittore utilizzando un canale elettronico denominato "Casella di sottoscrizione Bondm".
I titoli presenti nel Bondm devono avere un taglio minimo di € 1000, ci sono inoltre alcuni requisiti per poter accedere a questo mercato: pubblicazione di un prospetto informativo approvato dall'Autorità di

mercato, la pubblicazione del bilancio sottoposto a certificazione e la nomina di un intermediario che accompagni le imprese durante l'emissione.
Bondm stenta però ad espandersi, nel 2017 ci sono state infatti il 10% in meno di emissioni rispetto al 2016 dovute al grande numero di fallimenti di PMI e alla poca comunicazione con i mercati finanziari; questo ha generato effetti negativi sulla ricchezza degli investitori e sulla reputazione del mercato.

Francia
Le obbligazioni societarie emesse da PMI in Francia sono negoziate in due mercati regolamentati segmenti B e C in Euronext e Euronext Growth. Sono tutti aperti agli investitori professionali e al dettaglio. Il taglio minimo dei minibond è di €100 con una durata che può variare tra i 5 e 10 anni, mentre la dimensione minima dell'emissione è di 10 milioni di euro su Euronext e di 5 milioni di euro su Euronext Growth. Viene richiesta una valutazione dell'emittente e le ultime tre relazioni finanziarie per poter accedere a queste sezioni di mercato. Nel 2016 il governo francese ha approvato un regolamento per consentire il collocamento di obbligazioni attraverso piattaforme di crowdfunding.

Spagna
Nel 2013 Bolsa y Mercados Españoles (BME) ha creato un mercato per il commercio di obbligazioni di piccole dimensioni denominata Mercato Alter-nativo de Rent Fija (MARF). Solo gli investitori professionali possono operare in questo mercato. La dimensione minima di emissione è di € 100.000. È richiesto un consulente per assistere l'azienda durante il processo di emissione ma la valutazione delle imprese non è richiesta.

È in questo contesto che sono andati sviluppandosi nuovi strumenti finanziari a sostegno delle imprese medio-piccole in risposta agli sforzi

condotti dai diversi stati, uno di questi è il mini-bond. Verrà ora condotta un'analisi su questo strumento e su come possa incentivare lo sviluppo dell'Impact Investing con particolare riguardo alla situazione italiana.

3.2 Definizione

I mini-bond sono titoli di credito che un'azienda emette per autofinanziarsi. In questo modo le imprese a fronte della raccolta di capitale offrono remunerazione agli investitori dal pagamento di cedole a scadenza contrattualmente stabilite. Scegliendo l'investimento obbligazionario, a differenza di quello azionario dai rendimenti incerti, si ha la certezza di essere ripagati del capitale investito più gli interessi periodici. Come abbiamo potuto vedere, per poter accedere ai mercati dedicati a questi strumenti sono stati imposti dei requisiti come ad esempio la certificazione di bilancio per le imprese o gli importi minimi e massimi di emissione. In Italia grazie alla riforma del diritto societario del 2003 e al Decreto Sviluppo del 2012 sono stati aperti i mercati obbligazionari anche alle società a responsabilità limitata e sono stati abrogati i limiti imposti alle imprese non quotate di emissione di obbligazioni. Fino ad allora infatti era in vigore il vincolo stringente del rapporto 2 a 1 tra l'ammontare dell'emissione di titoli ed il patrimonio netto dell'azienda. Questo strumento prende il nome di minibond e viene utilizzato soprattutto dalle piccole e medie imprese non quotate su mercati regolamentati, consente loro di diversificare la fonte dei loro finanziamenti, affiancando al classico canale bancario, una parte di investimenti privati, puntando in questo modo sulla fiducia che riscuotono presso i potenziali investitori. I minibond vengono utilizzati come finanziamenti a medio-lungo termine. Per capirne meglio l'opportunità strategica, nonostante si tratti di contratti essenzialmente differenti, verrà ora proposto un confronto con il mutuo, il principale strumento a medio-lungo utilizzato soprattutto dalle imprese italiane.

	Mutuo	**Mini-Bond**
Finanziatori	Banche	Investitori Privati
Scadenza del prestito	Medio-Lungo termine	Medio-Lungo termine
Modalità di rimborso	Predeterminate	Predeterminate
Recesso unilaterale	Si	No
Criterio di valutazione del debitore	Aspetti qualitativi sulla relazione tra banca e cliente	Aspetti qualitativi aziendali. Aspetti qualitativi sulle previsioni del Business
Garanzie reali	Di norma richieste	In genere non richieste
Tasso di interesse	Connesso al costo del capitale e della liquidità della banca, valutazione del merito creditizio, competitività del mercato bancario	Aspetti qualitativi aziendali. Aspetti qualitativi sulle previsioni del Business
Costi	Spese di istruttoria della pratica di fido	Spese legali, certificazione del bilancio, quotazione, rating
Collocamento	Operazione bilaterale o in pool	Collocamento privato
Rating esterno	No	Si
Tempi di Negoziazione	Dipendono dalla complessità dell'operazione in generale più lunghi con i Mini-Bond	Dipendono dalla complessità dell'operazione in generale più lunghi con i Mini-Bond

(MINI BOND: STRUMENTI FINANZIARI PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE)

La differenza sostanziale tra i due strumenti è che i minibond, a fronte di un maggior costo medio garantiscono una certezza nella stabilità finanziaria aziendale.

3.3 La situazione in Italia

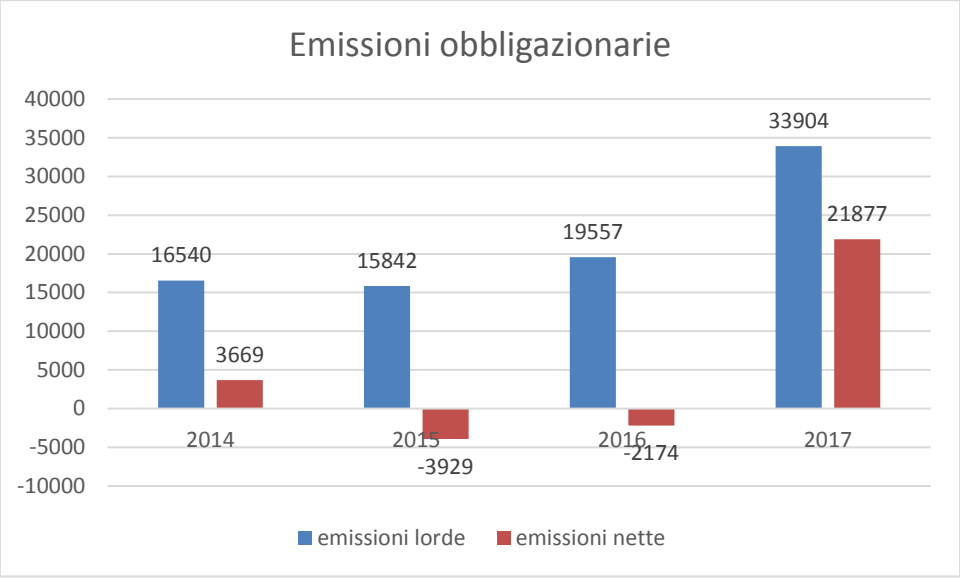
Secondo quanto riportato dall'Istat, l'Italia nel 2017 ha avuto un incremento del PIL dell'1,5% rispetto al 2016. Questo incremento è sostenuto soprattutto dagli investimenti e dalla bilancia commerciale. L'analisi sui bilanci delle imprese italiane nel 2016 mostra incrementi medi sul fatturato del 2% su base annua rispetto al 3,5% dell'anno precedente. [27]

Per quanto riguarda la situazione delle piccole e medie imprese italiane, nel 2016 c'è stato un aumento di 5000 unità arrivando a contare circa 145 000 imprese. Il 2016 ha visto inoltre crescere: i ricavi delle PMI del 2,3%, in calo rispetto al 2,8% del 2015, il valore aggiunto del 4,1% e i margini lordi del 3,6%. Il costo del debito in termini di rapporto tra oneri e debiti finanziari è diminuito raggiungendo una quota del 3,8%, uno dei valori più bassi degli ultimi anni. Se prendiamo come riferimento il return on equity (ROE) delle PMI cioè l'indice di reddittività del capitale di un'azienda, notiamo che è passato da 9,2% a 10,2% grazie alla diminuzione del costo del debito attestandosi mediamente sopra a quelli registrati per le grandi imprese.

L'indebitamento delle imprese italiane ha visto nel 2017 una riduzione della leva finanziaria definita come rapporto fra debiti finanziari e capitale netto, passando per le PMI da 115,5 % del 2007 al 75,5 % del 2016. Vi è inoltre stata negli ultimi 12 mesi una diminuzione dei prestiti bancari a breve e a lungo termine rispettivamente del 11,2% e del 4,4%. Nonostante questi valori di significativo miglioramento, le imprese italiane percepiscono ancora come un problema importante il

27 "Rapporto Cerved PMI 2017"

reperimento del credito. Secondo quanto riportato dai dati di bilancio del 2016, il 39% delle PMI italiane non si rivolge alle banche per finanziarsi, in soli 7 anni sono aumentate di 10 punti percentuali. Il contesto appena esposto ha portato quindi le imprese italiane a rivolgersi sempre di più al mercato obbligazionario, viene ora riportato un grafico sull'andamento delle emissioni obbligazionarie per le imprese non finanziarie utilizzando i dati forniti da Banca D'Italia.



(FONTE: BANCA D'TALIA)

Come si può osservare nel 2017 c'è stata un'impennata di emissioni nette di obbligazioni rispetto agli anni precedenti nei quali si erano registrati anche dei saldi negativi.

3.3.1 La normativa e il mercato ExtraMOT PRO

Il mercato dedicato ai minibond in Italia è relativamente giovane, fino al 2012 infatti le imprese non quotate non potevano emettere obbligazioni. Negli ultimi anni si sono susseguiti diversi interventi normativi da parte del legislatore per andare incontro alle nuove esigenze di finanza aziendale del tessuto economico italiano, contraddistinto dalla quasi totalità di PMI non quotate. Vengono ora brevemente ripercorse le principali innovazioni legislative.

- DL 83/2012 "Sviluppo", DL 179/2012 "Sviluppo Bis": sono stati rimossi i limiti di emissione di obbligazioni che imponevano il rapporto 2:1, è stata estesa la possibilità alle aziende non quotate di poter dedurre gli interessi passivi e i costi di emissione per le società non quotate, sono stati introdotti i minibond per le PMI con l'obbligo di presentare l'ultimo bilancio certificato da parte di un revisore contabile o di una società nel registro dei revisori contabili.
- DL 145/2013 "Destinazione Italia": Con il decreto "Destinazione Italia" sono state semplificate le procedure di cartolarizzazione ed è stata aumentata la protezione degli investitori. È stata introdotta la possibilità per le compagnie assicurative di investire in minibond fino al 3% delle riserve tecniche e sono stati previsti ulteriori incentivi fiscali per le emissioni di titoli quotati da PMI non quotate.

- DL 91/2014 "Decreto Competitività": è stata eliminata la ritenuta alla fonte del 20% sugli interessi e sugli altri proventi per le obbligazioni ed è stata data la possibilità alle compagnie assicurative di investire in minibond e cambiali finanziarie.

A supporto delle innovazioni legislative nasce nel febbraio 2013 il mercato ExtraMOT PRO come segmento del mercato ExtraMOT di Borsa Italiana in cui possono essere quotati diversi strumenti partecipativi tra cui i minibond. Si tratta di un sistema di scambi organizzato tramite una piattaforma di negoziazione elettronica, solo gli investitori istituzionali possono quindi accedervi. Da marzo 2017, è possibile individuare in ExtraMOT PRO le obbligazioni emesse da PMI che hanno come obiettivo quello di lasciare un impatto positivo sull'ambiente e sulla società, questi strumenti vengono chiamati social bond e green bond e come è stato spiegato nei capitoli precedenti fanno parte degli strumenti dell'impact investing. Per poter essere emessi i social e green bond devono essere

certificati da un soggetto terzo il quale attesta la destinazione dei proventi.
Fino ad ora sono stati quotati 4 titoli di questo tipo emessi da Iren, Enel Finance e Cassa Depositi e Prestiti.

Per poter accedere a questo ramo di mercato le imprese devono redigere un prospetto indicante:

• persone responsabili della redazione del documento;

• fattori di rischio derivanti dall'indebitamento, dal mercato in cui l'impresa opera e dalla sua tipologia di business

• informazioni sull'emittente e sulla sua struttura organizzativa e compagine azionaria;

• informazioni finanziarie riguardo le attività e passività, situazione finanziaria, utili o perdite dell'ultimo esercizio contabile, oppure in allegato l'ultimo bilancio;

• le caratteristiche degli strumenti finanziari;

L'impresa che emette le obbligazioni, deve fornire con periodicità annuale agli investitori come vengono utilizzati i ricavati dell'emissione fino a quando non verranno allocati tutti. Oltre al prospetto informativo l'impresa emittente deve rendere pubblici i bilanci degli ultimi due esercizi certificati da un revisore o da una società di revisori iscritti all'Albo.

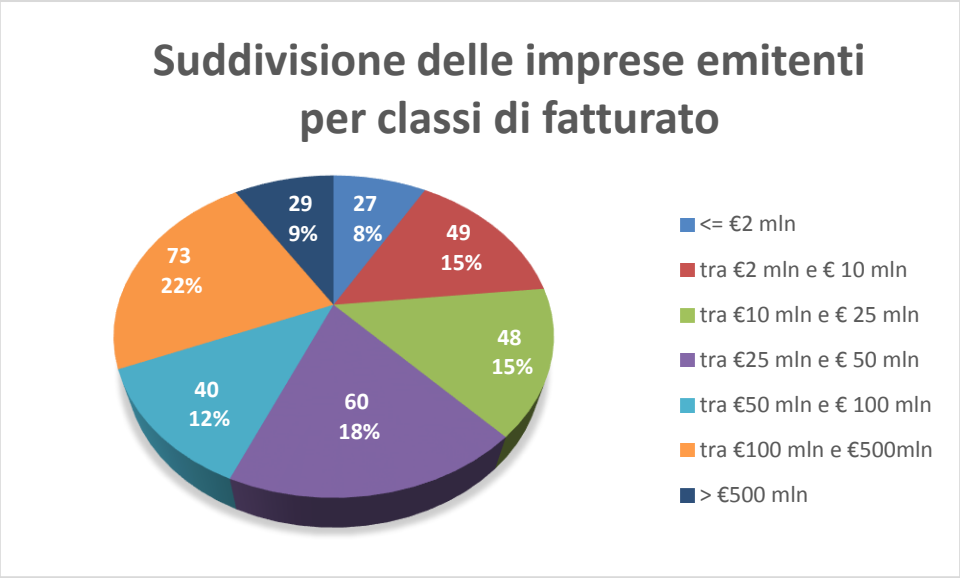
A fine 2017 il mercato ExtraMOT Pro contava 201 titoli emessi da 156 imprese, per un valore nominale di 10,5 miliardi di euro. Alla fine del 2016 invece si potevano contare 165 titoli emessi da 137 imprese per un valore nominale complessivo di 6,2 miliari di euro. Nel 2017 il mercato è quindi continuato a crescere grazie all'ammissione di nuove imprese.

3.3.2 Le imprese emittenti

Lo scopo di questo paragrafo è quello di studiare le imprese che hanno emesso minibond cercando di individuare delle caratteristiche comuni. Per condurre questa analisi sono stati presi in esame i bilanci delle imprese che nel 2017 hanno emesso minibond sul mercato, i dati sono forniti dal 4° Report sui Minibond condotto dal Politecnico di Milano.

Il campione in analisi è composto da 137 società così suddivise:
- 108 società per azioni pari al 78,8% del totale, in riduzione rispetto al 86,7% del 2016;
- 26 società a responsabilità limitata pari al 19% del totale, decisamente aumentate rispetto al 11,1% del 2016;
- 3 società cooperative rimaste stabili dal 2016

Nel 2017 inoltre 103 imprese hanno emesso per la prima volta minibond sul mercato questo sta a significare che sempre di più gli imprenditori si affidano a questo strumento per finanziare le proprie attività. Ampliando invece il range di anni, dal 2012 al 2017 sono state 326 imprese ad emettere minibond, per avere un'immagine più chiara delle dimensioni delle società emittenti viene ora riportato un grafico a torta suddiviso per classe di fatturato consolidato.



Come possiamo notare sono stati emessi minbond maggiormente da imprese con fatturato tra €100 mln e €500mln quindi non rientrante nella definizione di PMI per la quale dovrebbero avere un fatturato annuo non superiore a €50 mln. Al secondo posto con il 19% del campione esaminato ci sono le aziende con fatturato tra €25 mln e €50mln. Il 60% del campione emittente rientra nel range di fatturato delle micro-piccole e medie imprese, questo sta a significare che il minbond è per larga parte utilizzato da PMI.

3.3.3 Costi e motivazioni del collocamento

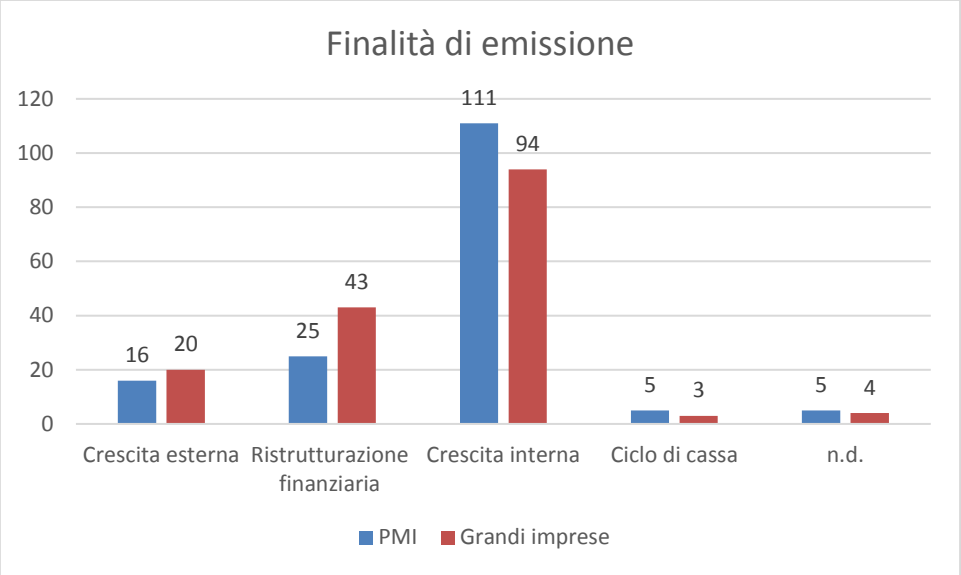
Come evidenziato nel paragrafo 3.2 i costi per l'emissione di minibond è in media più alta di altri strumenti che le imprese possono utilizzare per finanziarsi, questo risulta essere un elemento che influenza la scelta degli imprenditori i quali attualmente hanno come alternativa i prestiti bancari con tassi di interessi molto bassi. Dai dati del 2017 si nota che le imprese emittenti sono aumentate, denota quindi che nonostante il mercato del credito bancario sia in ripresa grazie ai tassi bassi, le imprese hanno altre

motivazioni per ricorrere ai minibond. I costi dell'emissione che dipendono dalla dimensione e complessità dell'emissione e dalla tipologia di impresa, sono deducibili. I costi principali dell'emissione sono:

- Certificazione del bilancio
- Consulenze di esperti in emissioni
- Coinvolgimento di studi legali e notarili per redazione di atti o contratti
- Creazione di una sezione del sito internet dedicato agli investitori
- Richiesta facoltativa del rating
- Richiesta del codice ISIN a Banca D'Italia per la dematerializzazione dei titoli.

Per quanto riguarda invece alle motivazioni che spingono un'impresa a ricorrere ai minibond per finanziarsi, dobbiamo basarci unicamente sulle dichiarazioni fornite dal campione esaminato dal Politecnico di Milano in quanto non esistono informazioni in merito ufficiali approvate dalla Consob. Le motivazioni si possono essenzialmente raggruppare in 4 categorie:

- *Crescita interna*: il finanziamento richiesto agli investitori viene utilizzato dall'impresa per sviluppare progetti interni di ricerca e sviluppo o di nuovi prodotti;
- *Crescita esterna*: il capitale raccolto viene utilizzato per operazioni straordinarie come acquisizioni di altri imprese o riorganizzazioni interne
- *Ristrutturazione del passivo*: ristrutturazione dei finanziamenti pervenuti da terzi, in questo modo con il capitale ricevuto dagli investitori potranno essere rimborsati debiti in scadenza spesso di natura bancaria.
- *Finanziamento del ciclo di cassa operativo dell'impresa*: l'obbligazione utilizzata dalle PMI viene impiegata per equilibrare il flusso di breve termine tra crediti e debiti.



(4°Report sui mini-bond)

Dal confronto tra PMI e grandi imprese, emerge che la motivazione preponderante per l'utilizzazione di questo strumento è la crescita interna soprattutto tra le piccole e medie imprese. Le altre motivazioni sono principalmente scelte dalle grandi aziende con un certo tipo di organizzazione, in particolare la ristrutturazione finanziaria è stata scelta solo dal 15, 43% delle PMI contro il 26,22% delle grandi imprese.

3.3.4 L'analisi dei bilanci

Per approfondire l'analisi sugli effetti benefici generati dall'emissione di minibond, sono stati estratti dal database AIDA e studiati i bilanci consolidati delle imprese campione utilizzate fino ad ora prima e dopo l'emissione.

Le aziende che hanno ricorso ai minibond sono state suddivise secondo i valori di alcuni indici di bilancio per poter studiare al meglio la variazione dell'equilibrio finanziario dopo l'emissione:

- EBITDA < 0 nell'anno prima l'emissione. L'EBITDA è un indicatore di redditività che evidenzia l'utile di un'impresa senza tenere conto

degli interessi finanziari, delle imposte e degli ammortamenti. Per le imprese che hanno un EBITDA minore di zero poter rimborsare il debito contratto con l'emissione dei minibond è vincolato ad un miglioramento della marginalità derivante dagli investimenti fatti con il capitale raccolto. Nel campione studiato sono 17 le imprese rientranti in questa categoria cioè l'11%.

- ONERI FINANZIARI/EBITDA > 50% prima dell'emissione. Queste imprese vengono considerate ad alto rischio e sono destinate a peggiorare la loro posizione finanziaria dopo l'emissione e l'aggiunta quindi di altri oneri finanziari. Nel campione studiato sono 13 le imprese rientranti in questa categoria cioè l'8,5%.
- ONERI FINANZIARI/EBITDA < 50% prima dell'emissione. L'indice è destinato a salire dopo l'emissione ma non è messo a rischio il rimborso dei minibond, in questa categoria rientrano 13 imprese pari al 8,5% del campione.
- IMPRESE SENZA BILANCIO PRIMA DELL'EMISSIONE. In caso le aziende siano di nuova costituzione in seguito a riorganizzazioni aziendali risulta difficile valutare i flussi futuri. 9 imprese rientrano in questa categoria, 5,8%.
- ONERI FINANZIARI/EBITDA < 50% sia prima che dopo l'emissione. Sono la maggioranza del campione studiato cioè 102 imprese, il 66%.

L'ultima categoria è decisamente quella nella quale rientra il maggior numero di PMI emittenti, questo significa che si sono rivolte a questo strumento maggiormente le imprese con una buona capacità di generare cash flow.

Il secondo step di analisi consiste nello studio degli indici di bilancio prima e dopo l'emissione. Vengono ora riportati i dati medi e mediani ricavati suddivisi per anni di emissione considerando l'anno 0 come quello di collocamento del minibond sul mercato.

Emittenti 2013-2014	**Anno -3**	**Anno - 2**	**Anno-1**	**Anno 0**	**Anno 1**
ROE	4,7%(3,5%)	-1,9%(5,3%)	0,4%(11,5%)	-5,9%(5,4%)	-13,1%(3,3%)
ROA	2,3%(2,1%)	3,4%(3,5%)	3,6%(3,1%)	3,4%(3,1%)	5,2%(2,9%)
TEST ACIDO	1,01 (0,92)	0,97 (1,01)	1,09 (1,04)	1,71 (1,63)	1,74 (1,51)
LEVERAGE	3,74 (1,43)	2,98 (1,10)	2,68 (1,10)	2,55 (1,14)	0,66 (1,01)
Emittenti 2015	**Anno -3**	**Anno - 2**	**Anno-1**	**Anno 0**	**Anno 1**
ROE	6,4%(2,8%)	2,8%(1,6%)	7,4%(2,6%)	2,6%(3,1%)	1,5%(3,5%)
ROA	4,8%(3,4%)	8,4%(3,4%)	8,6%(4,2%)	4,6%(3,6%)	4,0%(3,1%)
TEST ACIDO	0,71(0,61)	0,78 (0,62)	0,91 (0,72)	1,00 (0,88)	1,01 (0,82)
LEVERAGE	4,23(2,13)	1,78 (1,71)	1,47 (1,39)	1,41 (1,46)	1,38 (1,11)
Emittenti 2016	**Anno -3**	**Anno - 2**	**Anno-1**	**Anno 0**	**Anno 1**
ROE	1,0%(3,0%)	4,0%(3,9%)	3,8%(4,3%)	3,8%(4,9%)	
ROA	-0,2%(2,6%)	1,7%(3,2%)	1,6%(3,5%)	1,8%(3,2%)	
TEST ACIDO	0,86(0,67)	0,83 (0,70)	0,99 (0,76)	1,40 (0,94)	
LEVERAGE	3,44(1,68)	2,24 (1,75)	2,09 (1,55)	1,89 (1,11)	
Emittenti 2017	**Anno -3**	**Anno - 2**	**Anno-1**	**Anno 0**	**Anno 1**
ROE	2,5%(6,2%)	4,4%(5,5%)	7,8%(8,2%)		
ROA	2,7%(3,4%)	4,5%(4,3%)	5,5%(4,2%)		
TEST ACIDO	1,23(0,80)	1,02 (0,77)	0,87 (0,76)		
LEVERAGE	1,46 (1,09)	1,72 (1,46)	1,97 (1,50)		
TUTTO IL CAMPIONE	**Anno -3**	**Anno - 2**	**Anno-1**	**Anno 0**	**Anno 1**
ROE	4,5%(4,8%)	3,9%(4,0%)	3,6%(6,1%)		
ROA	3,3%(3,3%)	2,9%(3,6%)	2,9%(3,4%)		
TEST ACIDO	1,11 (0,87)	1,09 (0,88)	1,04 (0,88)		
LEVERAGE	1,65 (1,16)	1,74 (1,30)	1,57 (1,06)		

(4°Report sui mini-bond)

L'analisi viene condotta inizialmente sugli indicatori di redditività: return on assets (ROA) indica la redditività relativa all'attività svolta o al capitale investito e si calcola come *utile pre oneri finanziari/totale attivo* ; return on equity (ROE) indica in sintesi i risultati economici dell'azienda e viene

calcolato come reddito netto/capitale netto. Come possiamo notare vi è un lieve miglioramento dei valori mediani prima delle emissioni di minibond, nel 2017 inoltre gli indici sono più alti rispetto agli anni precedenti, questo non è da ricondurre ad un particolare trend ma probabilmente alla favorevole condizione economica di generale ripresa. Per quanto riguarda invece la liquidità, viene preso in esame il *test acido* calcolato come attivo circolante al netto delle scorte di magazzino/ passività a breve, viene utilizzato per calcolare le capacità finanziarie di un'impresa di coprire le spese di breve termine con le attività liquidabili più facilmente. I valori di questo indice sono vicini a 1 prima dell'emissione per poi aumentare subito dopo l'emissione, la liquidità delle imprese quindi migliora grazie al capitale raccolto. Nel 2017 le imprese emittenti sembrano aver avuto un peggioramento della liquidità prima dell'emissione. L'analisi si è poi conclusa con la leva finanziaria calcolata come debiti finanziari/patrimonio netto. Viene utilizzato come parametro per valutare la solidità, la sicurezza e il rischio di insolvenza dell'emittente. L'indice, nella maggior parte dei casi, diminuisce nell'anno subito prima l'emissione dei minibond questo significa che non va ad aggravare la situazione finanziaria delle imprese bensì sostituisce in parte debito già presente. Notiamo un leggero calo dell'indice anche le imprese della quale vengono forniti i bilanci dopo l'emissione, questo indica che spesso le obbligazioni vengono utilizzate per nuovi investimenti o rifinanziare il debito.

3.3.5 Il rating

Per concludere l'analisi e la panoramica sui minibond in Italia vengono ora esposti alcuni importanti elementi che sia l'investitore sia le imprese che intendono emettere questo strumento devono tenere in considerazione.

L'informazione più importante che fornisce un dato del livello di rischio di insolvenza di un'azienda è il rating. Questo dato viene fornito da società specializzate autorizzate dagli organi di vigilanza e valutano la capacità

delle imprese emittenti di mantenere gli impegni previsti con gli investitori di rimborso e remunerazione del capitale. Le agenzie di rating assegnano una posizione su una scala alle aziende valutate in base ad alcuni indicatori di rendimento, indebitamento e solidità patrimoniale. A differenza di altri paesi europei, in Italia l'assegnazione di un rating non è obbligatorio ai fini dell'emissione, risulta quindi interessante capire se le aziende ne hanno fatto ricorso nel 2017 e che effetti hanno ottenuto. Il rating può essere di tipi differenti:

- *Undiscolsed*: quando non viene comunicato al mercato
- *Discolsed*: quando viene divulgato pubblicamente
- *Solicited*: richiesto dall'impresa
- *Unsolicited*: richiesto generalmente dall'investitori
- *Investment grade*: probabilità molto alta di ripagare il capitale, da BBB- in su
- *Speculative grade:* da BBB- in giù

Generalmente se è l'azienda stessa a richiedere il rating ha anche interesse che venga comunicato al mercato mentre invece, se viene richiesto dagli investitori che hanno interesse a conoscere la classe di rischio delle imprese nelle quali vanno ad investire, spesso rimane riservato.

Vengono ora riportate alcune statistiche sull'attribuzione del rating alle imprese emittenti nel 2017.

Attribuzione del rating:	Nessun rating	Sì (investment grade)	Sì (speculative grade)	Sì (undisclosed o unsolicited)
Tutto il campione	65,8%	12,2%	9,2%	12,8%
PMI	77,3%	9,5%	2,1%	11,2%
Grandi imprese	53,3%	15,1%	16,9%	14,7%
Società quotate in Borsa	69,8%	17,0%	3,8%	9,4%
Società non quotate in Borsa	65,2%	11,6%	9,9%	13,3%
Emissioni uguali o < 50 milioni Eur	69,1%	12,6%	3,5%	14,8%
Emissioni > 50 milioni Eur	46,4%	10,1%	42,0%	1,4%
Società non finanziarie	64,7%	11,8%	9,4%	14,1%
Società finanziarie	76,2%	16,7%	7,1%	-
Mini-bond con scadenza <5 anni	72,4%	13,6%	5,3%	8,8%
Mini bond con scadenza ≥5 anni	59,4%	10,9%	13,0%	16,7%

(4°Report sui mini-bond)

Il 77,3% delle PMI emittenti non ha richiesto il rating. Le motivazioni di una percentuale così alta sono essenzialmente due: la prima è che per ottenere una classificazione del livello di rischio le aziende devono sostenere un costo spesso più elevato dei benefici che potrebbero ottenere; la seconda motivazione è da ricercare nella dimensione dell'emissione, le PMI infatti solitamente non collocano grandi quantità di minibond sul mercato e questo permette loro di interagire direttamente con l'investitore privato interessato a conoscere la situazione patrimoniale dell'impresa. Il 9,5 % delle PMI che emettono minibond e che hanno richiesto il rating hanno una valutazione maggiore o uguale a BBB- quindi sono generalmente solide con buone probabilità di rimborsare il capitale agli investitori. Come possiamo osservare dai dati

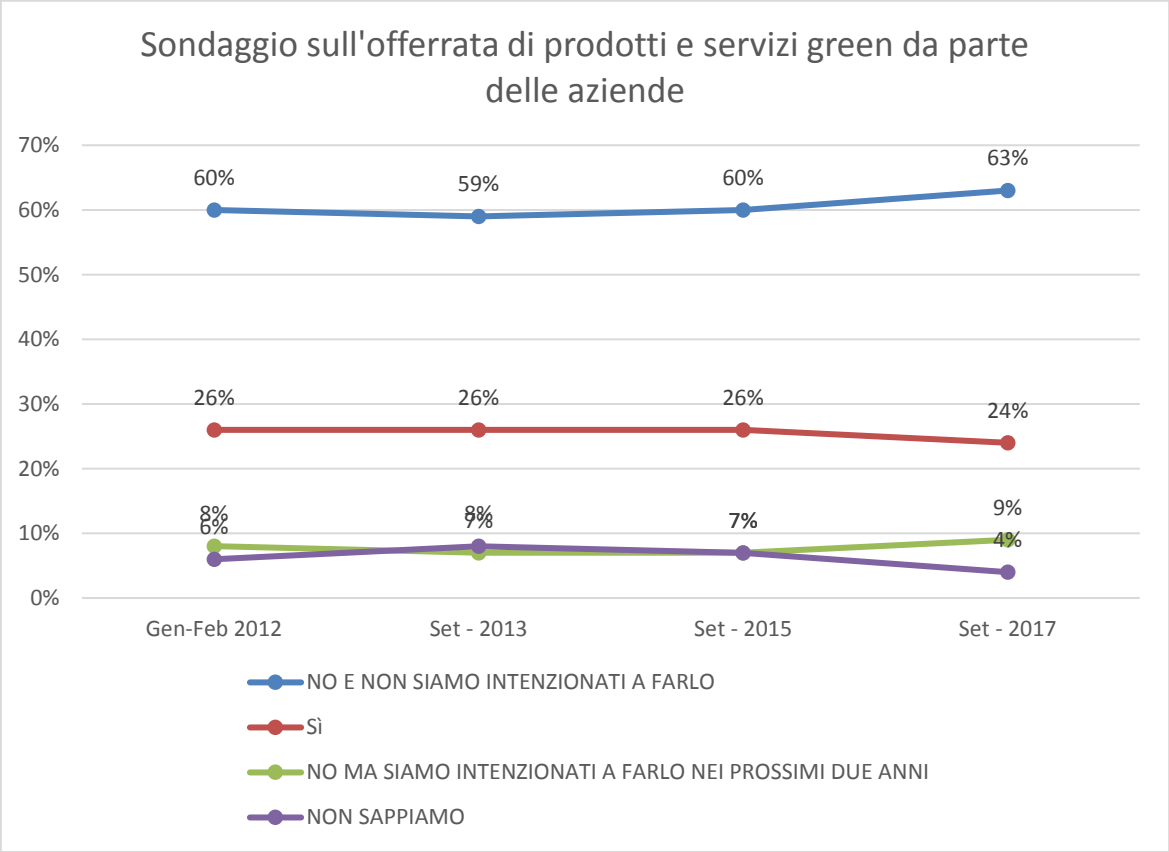
riportati il rating viene richiesto maggiormente dalle grandi aziende e per emissioni maggiori di 50 milioni, a conferma del fatto che il costo sostenuto deve essere debitamente ammortizzato dai benefici ottenibili.

CAPITOLO 4

PMI E IMPACT INVESTING

Le PMI sono la spina dorsale dell'economia Europea con circa 20 milioni di unità, rappresentano il 99% delle imprese europee. Negli ultimi 5 anni l'85% dei posti di lavoro proviene da piccole e medie imprese andando a ricoprire così più di due terzi della forza lavoro totale. Oltre ad avere un impatto economico importante, le PMI ricoprono una posizione fondamentale anche dal punto di vista ambientale: nonostante il loro impatto individuale sull'ambiente e sulla società sia piccolo, il loro impatto cumulativo è significativo. Sebbene la politica ambientale possa creare sfide per le PMI, essa fornisce anche opportunità. Aumentando l'efficienza nell'impiego delle risorse, fornendo soluzioni di economia circolare e partecipando ai "mercati verdi", le PMI europee possono generare occupazione e crescita oltre che aumentare la loro produttività e competitività. Tuttavia, l'accesso ai finanziamenti rimane una sfida continua per il settore delle PMI nel suo insieme, così come per quelle che potrebbero essere definite PMI "verdi" o "sostenibili": le aziende che cercano di impattare positivamente sull'ambiente e sulla società o forniscono prodotti e servizi innovativi legati alla sostenibilità. Per questo motivo e per facilitare il passaggio ad un'economia sostenibile, l'UE ha definito una strategia chiamata "Small business Act" in modo da aiutare le piccole e medie imprese a sfruttare le opportunità fornite dall'economia verde tramite iniziative innovative e concrete. Uno dei punti fondamentali della strategia messa in atto è facilitare l'accesso ai mercati e alla finanza alle PMI sostenibili in modo da assecondare le loro esigenze finanziarie fornendo loro più possibilità di scelta. Per affrontare questa opportunità, il Ministero dell'Ambiente italiano ha incluso il problema dei collegamenti tra finanza sostenibile e PMI come parte del suo programma G7 2017. Questo ha indotto la maggior parte degli Stati membri a disporre organizzazioni e fondi ad hoc per sostenere le PMI come ad esempio

mercati dedicati dove poter collocare minibond e obbligazioni, in modo da raggiungere gli obiettivi fissati dalla strategia preposta entro il 2020.
Nell'UE, quasi un terzo di tutte le PMI offre attualmente prodotti o servizi sostenibili (24%), o hanno intenzione di farlo nei prossimi due anni (9%). La maggior parte, tuttavia, non offre attualmente prodotti o servizi verdi e non hanno intenzione di farlo (63%).
I cambiamenti negli ultimi 5 anni sono stati piccoli, la percentuale di chi offre prodotti green è rimasta invariata con una perdita di due punti nel biennio 2015-17. La tendenza di chi ha intenzione di offrire prodotti green è aumentata di due punti percentuale sempre nel biennio 2015-17 mentre invece sono aumentati del 3% le aziende che non offrono e non hanno intenzione di offrire servizi sostenibili, quest'ultima categoria è la più ampia e ricopre il 63% del totale mentre invece solo il 34% offre o ha intenzione di offrire prodotti green.



(SMEs, resource efficency and green market)

Il fatto che la maggior parte delle imprese sia ancora distante dall'economia sostenibile nonostante molti Stati abbiano già intrapreso politiche di sostentamento alle PMI porta a riflettere. Attualmente sono le grandi imprese ad essere più attive in questo settore e a percepire la sostenibilità come ad una opportunità, le piccole e medie imprese sono distanti da questa concezione considerando ancora come un costo da sostenere il fatto di offrire prodotti o servizi green. Una gestione più efficiente e sostenibile delle risorse da parte delle PMI offre enormi potenzialità ai fini della riduzione dei costi di produzione e dell'incremento della produttività. Si calcola che un migliore uso delle risorse potrebbe far realizzare all'industria europea risparmi per un valore totale di 630 miliardi di euro l'anno.
Troppo poche PMI in Europa sono consapevoli di tali potenzialità. Le PMI non sono sufficientemente sostenute nel loro impegno a realizzare risparmi sui costi attraverso una migliore gestione delle risorse. Ciò può determinare non soltanto un allargamento del divario in termini di produttività in Europa tra le imprese che usano in maniera più efficiente le risorse e le altre imprese, ma anche un indebolimento della competitività complessiva delle imprese europee e la riduzione delle possibilità per molte PMI di posizionarsi nelle catene del valore globali.

4.1 *FINANZA SOSTENIBILE PER LE PMI*

Uno studio condotto dagli Stati membri del G7 (Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti) ha rivelato i 5 canali principali attraverso i quali le istituzioni pubbliche e private stanno cercando di mobilitare finanziamenti alle PMI sostenibili.

1. Istituzioni finanziarie pubbliche
2. Servizi bancari
3. Mercato del debito
4. Impact Investing

5. Fintech

Come abbiamo visto nel capitolo 3, le banche rimangono le principali finanziatrici delle PMI. Stanno però aumentando canali alternativi di reperimento di fondi. Per continuare l'analisi sugli investimenti ad impatto e sulle PMI verranno trattatati più nel dettaglio solo i punti i 3 e 4 con alcuni casi specifici tralasciando invece gli investimenti delle istituzioni finanziarie pubbliche, i servizi bancari e Fintech.

Mercato del debito

A livello mondiale, vi è stata una rapida crescita degli strumenti di finanziamento del debito di imprese che generano impatto su attività ecologiche, efficienza degli edifici, acqua, sostenibilità e gestione dei rifiuti. L'emissione di obbligazioni verdi è cresciuta da $ 11 miliardi nel 2013 a $81 miliardi nel 2017. Le PMI verdi possono raccogliere finanziamenti sui mercati del debito principalmente in tre modi:

1) Obbligazioni verdi emesse da banche:

Regno Unito - Lloyds Banking Group ESG Bond

Nel 2014 il Lloyds Banking Group (LBG) ha rilasciato la prima obbligazione ESG del Regno Unito, basata su prestiti a favore di piccole e medie imprese impatti ambientali e sociali. È stato sviluppato uno strumento in grado di identificare i prestiti qualificati i quali vengono sottoposti a tre criteri di ammissibilità (esclusivi, governance, ambientale e sociale). A marzo 2015, i fondi dell'obbligazione erano stati assegnati a oltre 1.370 PMI in quattro categorie: imprese in aree economicamente svantaggiate, imprese rientranti nei fondi statali, assistenza sanitaria ed energia rinnovabile. Il bond iniziale era oltre due volte superiore alla sottoscrizione - portando a LBG l'emissione di una seconda obbligazione ESG nel giugno 2015. Insieme, questi due bond hanno assegnato £ 47 milioni alle PMI del settore sanitario e 29 milioni di sterline alle energie rinnovabili su piccola scala.

UE - Obbligazioni di sostenibilità Rabobank

Rabobank ha sviluppato un progetto di Green and Sustainability Bond, con il quale può emettere Obbligazioni di sostenibilità - i proventi sono assegnati a un portafoglio di prestiti esistenti o futuri a PMI con certificazioni di sostenibilità selezionate su prodotti, processi o edifici. L'obiettivo dichiarato di questo programma è di aumentare i prestiti alle PMI che sono considerati leader in sostenibilità nel loro settore o industria. In 18 mesi, a settembre 2016, Rabobank aveva concesso 848 nuovi prestiti alle PMI con certificazioni di sostenibilità eleggibili per l'inclusione.

Italia – Green minibond per PMI

In Italia, le PMI sostenibili utilizzano il mercato dei minibond come messo per poter finanziare i propri business. L'osservatorio di VedoGreen ha rilevato una tendenza sempre più crescente delle PMI ad utilizzare questo strumento di debito; nel 2014 sono stati emessi sette minibond per un valore di 259 milioni di euro. La prima mini obbligazione verde è stata emessa Enna Energia Srl sul mercato ExtraMot Pro orientata all'impatto ambientale per 3,2 milioni di euro con una cedola del 5% e scadenza a maggio 2019. Sempre lo stesso anno Ternienergia, impresa specializzata in energie rinnovabili, ha emesso un piccolo prestito obbligazionario per 25 milioni di euro per migliorare la sua posizione finanziarie e ridurre il debito bancario.

Impact investing

Nei precedenti capitoli sono state esposte le principali caratteristiche dell'impact investing, ora vengono indicate le iniziative a sostegno delle piccole e medie imprese nel campo della sostenibilità. I finanziamenti di venture capital e private equity continuano ad essere fondamentali per lo sviluppo delle PMI nelle prime fasi di vita. All'interno dei paesi del G7, gli

investimenti di impatto con un focus sulla finanza sostenibile possono essere suddivisi in due tipi principali:
- I fondi specializzati in cleantech, tutte le tecnologie che servono a rendere il mondo più “pulito”, si sono concentrati sull'investimento in start-up e aziende in fase di crescita precoce fornitura di beni e servizi:
- Fondi incentrati sull'impatto sociale e ambientale

UK/EU – Environmental Technologies Fund (ETF Partners)

ETF Partners è un gruppo di venture capital che investe in aziende in fase iniziale con il potenziale per raggiungere la sostenibilità attraverso l'innovazione con un portafoglio di investimenti costruito intorno a tre pilastri: industria sostenibile, città smart e energia rinnovabile. I partner ETF agiscono spesso da investitore principale che si impegna per 5-10 milioni di euro con ogni società. In ambito energetico, le società partecipate sviluppano soluzioni. software per fornitori di energia pulita, dispositivi energetici intelligenti e tecnologie HVAC intelligenti.
Gli investimenti industriali comprendono l'efficienza delle risorse e le tecnologie di elaborazione, materiali avanzati e droni.

Francia – BNP Paripas Fondo 90/10

BNP Paribas fornisce un prodotto di investimento innovativo, il fondo "90/10", per mobilitare capitali privati per PMI sociali e verdi senza ulteriori sforzi da parte degli investitori. Attraverso il fondo, il 90-95% del capitale raccolto è allocato alle attività tradizionali SRI (incluso il patrimonio netto quotato), mentre il 5-10% del fondo è investito in PMI non quotate o organizzazioni senza scopo di lucro con impatti sociali e ambientali dimostrati.
La struttura 90/10 consente di allocare il capitale alle PMI senza comportare un rischio di portafoglio aggiuntivo significativo.

Italia – Oltre Venture

Oltre Venture è un fondo specializzato italiano che investe in imprese con l'obiettivo di perseguire innovazione e impatto sociale positivo. Dalla sua fondazione nel 2006, ha raccolto un capitale di € 30 milioni per 20 imprese nei settori sociali, con un focus su assistenza sanitaria, istruzione, alloggi sociali, servizi sociali e sviluppo economico inclusivo.

4.2 *IMPACT INVESTING SITUAZIONE ITALIANA*

L'Italia si è avvicinata da poco al mercato impact pur essendo considerata come uno dei paesi più predisposti agli investimenti ad impatto grazie alle dimensioni del credito mutualistico, alle organizzazioni operanti nel Terzo settore ed una quota di filantropia pro capite tra le più alte in Europa. Solo a partire dal 2013 l'Italia ha iniziato a far parte della taskforce G8 sugli investimenti ad impatto sociale ed intraprendere di conseguenza provvedimenti concreti in questo ambito. Uno degli obiettivi era quello di creare degli strumenti finanziari semplici che potessero aiutare a in modo concreto le organizzazioni dell'economia sociale nazionale. Per sopperire alla difficoltà di reperimento di capitale da parte delle aziende operanti nel settore impact i vari governi che si sono susseguiti hanno portato avanti diverse attività, la più importante è stata togliere l'obbligo di reinvestire i proventi delle aziende sociali in altre attività sociali ma di poter distribuire i profitti e gli avanzi di gestione per un totale non superiore al 50%. Altro provvedimento già citato è quello di aver aperto alle piccole aziende la possibilità di erogare minibond. Molte banche e fondazioni si sono mosse in questo nuovo mercato, alcuni esempi sono:

- Fondazione Cariplo con un fondo di housing sociale e di sostegno al microcredito;

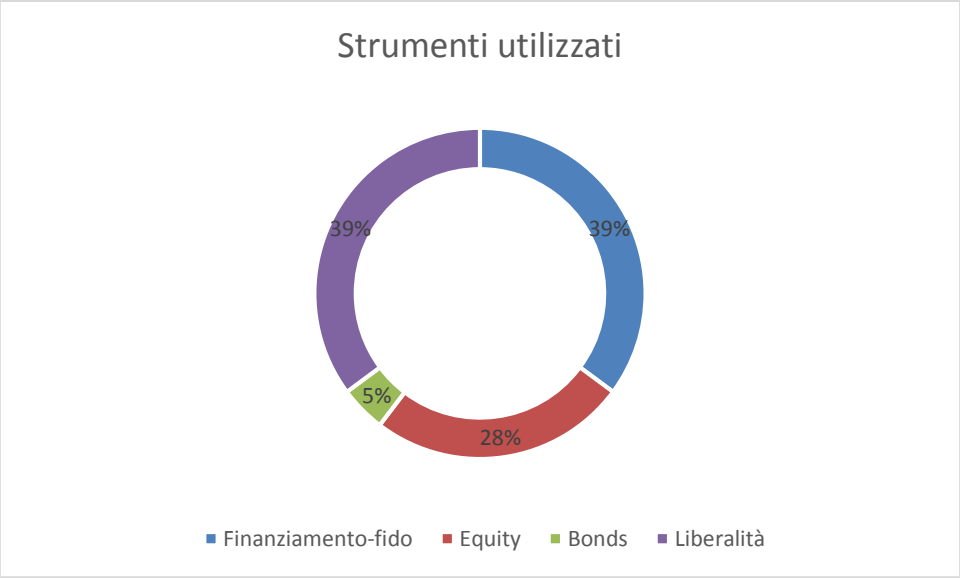
- Cassa di risparmio di Torino e compagnia di San Paolo stanno promuovendo nuovi strumenti finanziari e per il supporto degli ecosistemi territoriali;

- Comune di Torino, fa da intermediario tra start up innovative che operano nel campo del sociale e i partner del progetto per fornire finanziamenti agevolati per un importo superiore a 25.000 euro;

- Regione Sardegna ha creato un fondo di 8 milioni di euro grazie a sovvenzioni europee con la finalità di finanziare progetti pilota di imprenditorialità sociale tramite debito, equity e strumenti obbligazionari.

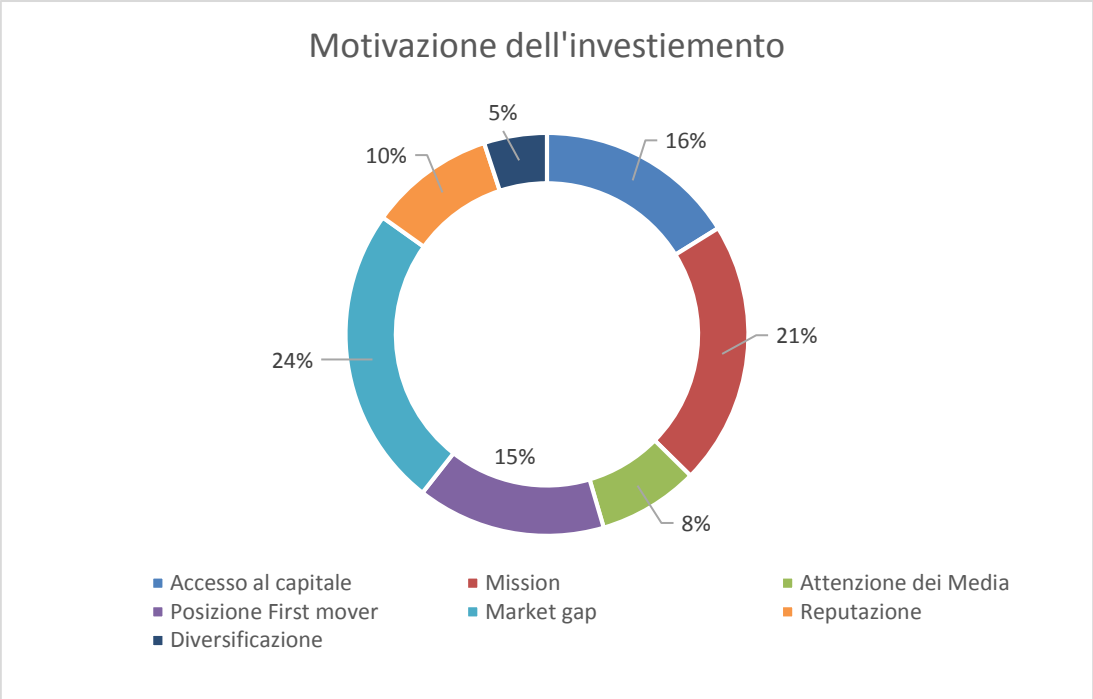
Tiresia, un centro ricerca internazionale che opera nell'ambito della finanza imprenditoriale presso il Politecnico di Milano, ha condotto un sondaggio sulle imprese italiane che operano in campo sociale per sapere il loro punto di vista sulla finanza ad impatto.

I risultati emersi lasciano molti margini di miglioramento. Le imprese che operano nell'ambito sociale non hanno infatti le idee molto chiare di cosa si intenda per impact investing e delle opportunità che potrebbe dare. Le imprese si finanziano maggiormente tramite obbligazioni sociali, sponsorizzazioni e fondi di garanzia. Gli strumenti filantropici che non prevedono una restituzione di capitale sono i preferiti tra le aziende intervistate, risultano però inferiori alle somme delle percentuali degli strumenti che prevedono la restituzione del capitale.



Risulta interessante osservare che non sono stati creati strumenti ad hoc per questo tipo di investimenti.

Dal lato degli investitori invece, non risulta un processo in grado di analizzare allo stesso tempo il rendimento economico-finanziario e quello di impatto derivante dall'investimento. L'analisi economica viene delegata agli operatori professionali mentre per quella socio-ambientale ci si affida a sondaggi o organizzazioni operanti nel settore. Le motivazioni che spingono un investitore ad inserire nel proprio portafoglio strumenti impact sono diverse.



Le fondazioni e gli operatori specializzati affermano di investire in questo settore per seguire la loro mission. Gli intermediari bancari invece ritengono che ci sia sempre più richiesta di questi strumenti e vogliono quindi ricoprire la posizione di first mover in caso le previsioni per il futuro siano corrette. I fondi ad investimento come abbiamo visto nei capitoli iniziali seguono le volontà degli investitori sempre più vicini ad investimenti etici. In ultima analisi investire in strumenti impact è un modo per diversificare il portafoglio, in genere infatti hanno una tendenza a resistere agli shock di mercato.

4.3 I MINI BOND COME POSSIBILE SOLUZIONE

In Italia, una grande parte del mercato ad impatto sociale è occupata da piccole e medie imprese operanti nel terzo settore, la finanza a supporto di questo settore pare però non ancora molto sviluppata. Uno degli ostacoli era l'impossibilità di distribuzione degli utili per le imprese sociali ed è stato in parte superato. Il gap culturale tra finanza e industria del terzo settore rimane invece la motivazione preponderante. Questi due mondi non percepiscono chiaramente ancora le opportunità che possono trarre da un reciproco avvicinamento e hanno difficoltà a dialogare

nonostante le tendenze in altri paesi siano positive. Le imprese socio-ambientali spesso non hanno le strutture e le conoscenze per avvicinarsi al mondo della finanza mentre dall'altra parte gli operatori finanziari non hanno una comprensione approfondita di questo mercato.

Per sopperire a queste mancanze è fondamentale capire quale possano essere gli strumenti finanziari più consoni a far avvicinare questi due mondi. Considerando che la maggior parte delle imprese sono di piccole - medie dimensioni, gli strumenti più adatti a questo mercato sono i mini bond e le cambiali finanziarie; i primi hanno in genere una durata oltre i 18 mesi mentre invece le cambiali finanziarie hanno durata tra i 2 e i 24 mesi. Come già illustrato nel terzo capitolo, i minibond possono essere emessi da tutti i tipi di società incluse le cooperative ad esclusione di banche e microimprese cioè imprese con meno di 10 dipendenti e fatturato non superiore a 2 milioni di euro. Le imprese sociali possono emettere con successo minibond per vari motivi:

- *Trasparenza*

Per poter emettere minibond le società interessate devono prima acquisire la certificazione del bilancio e del conseguente impatto sociale-ambientale. L'emissione viene seguita da professionisti: sponsor e arranger i quali garantiscono l'affidabilità delle informazioni trasmesse al mercato grazie ad un rapporto diretto tra l'investimento e l'asset. In questo modo l'investitore interessato avrà la certezza che quella azienda è in grado di ripagare il capitale e allo stesso tempo impattare positivamente sulla società o sull'ambiente. Oltre a questo, il fatto di essere affiancati da figure professionali, avvicina le aziende al mondo della finanza fornendo loro più credibilità agli occhi degli operatori.

- *Standardizzazione*

Questi strumenti hanno un livello molto alto di standardizzazione che permette loro di essere acquistati e scambiati da investitori

sovrannazionali come la Banca Europea degli investimenti e altri fondi istituzionali in ambito di politiche a supporto dell'economia sociale.

- *Fondo centrale di garanzia*

Il Governo italiano nel 1996 ha istituito un fondo diventato operativo nel 2000 con la finalità di favorire l'accesso alle fonti finanziarie da parte delle PMI attraverso la garanzia pubblica. L'obiettivo del fondo è quello di affiancare le PMI spesso sostituendole nel fornire garanzie reali portate dalle imprese agli istituti di credito. Le PMI che chiedono l'intervento del Fondo di Garanzia possono ottenere non un contributo in denaro, ma la concreta possibilità di ricevere finanziamenti privati senza dover presentare garanzie aggiuntive. Il legislatore ha ricompreso i minibond tra gli strumenti che possono essere garantiti.

Questi strumenti possono inoltre essere considerati come attivi nella copertura di riserve tecniche da parte di agenzie assicurative. Questo è un elemento molto importante in quanto le assicurazioni sono tra i più importanti asset owner ed insieme ai fondi pensione potrebbero fornire al mercato la propulsione necessaria al suo sviluppo.

- *Benefici fiscali*

Il governo Monti ha decretato che le emissioni obbligazionarie delle società non quotate debbano essere assoggettate al medesimo trattamento fiscale applicato alle società quotate in modo da ridurre la disparità di trattamento. Ha quindi esteso a questi strumenti la deducibilità degli interessi passivi a patto che gli investitori siano qualificati e non azionisti con una quota superiore al 2% del capitale della società emittente e che il beneficiario dei proventi sia residente in Italia. Le aziende emittenti i minibond e le cambiali finanziarie possono inoltre dedurre dai loro bilanci i costi di emissione che comprendono i costi dell'advisor, costi relativi al collocamento dei titoli presso investitori, compensi dovuti ai professionisti e commissioni bancarie.

Questi strumenti possono quindi avvicinare il mondo della finanza e quello socio-ambientale sviluppando allo stesso tempo il mercato dell'impact investing. Pur non essendoci strumenti con caratteristiche ad hoc per questo mercato, le PMI possono ricorrere a quelli già esistenti per finanziare i loro progetti. Il management delle imprese operanti in questo settore deve però fare il passaggio culturale in modo da prendere in considerazione altre forme di finanziamento, l'investimento dovrà però essere in grado di ripagare il capitale richiesto, vengono quindi esclusi tutti quei progetti puramente dedicati alla collettività con un basso ritorno economico.

Conclusioni

L'impact Investing ha acquisito negli ultimi dieci anni sempre più importanza attirando l'attenzione non solo di investitori di nicchia ma anche di organizzazioni mondiali e istituzioni pubbliche. La possibilità di lasciare un impatto positivo sull'ambiente e sulla società con i propri investimenti è un aspetto che sempre più investitori prendono in considerazione come testimoniato dai sondaggi condotti annualmente dal GIIN. Nel corso degli anni, le varie istituzioni, hanno studiato le potenzialità di questo mercato e si sono impegnate ad individuare le barriere che ne frenavano la crescita, proponendo di volta in volta possibili soluzioni e punti sulle quali lavorare. I professionisti e gli operatori finanziari hanno imparato a conoscere questo nuovo approccio e a proporre agli investitori interessati strumenti appropriati alle loro esigenze. In alcuni casi sono stati creati degli strumenti finanziari ad hoc per far incontrare la domanda di finanza ad impatto e come abbiamo visto negli scorsi capitoli, inserendo nel modo corretto questo tipo di strumenti, è possibile ottenere gli stessi risultati di un portafoglio tradizionale.

Nonostante questi importanti miglioramenti rimangano alcuni ostacoli da superare per poter permettere al mercato di svilupparsi in modo corretto. Una delle barriere sulle quali dovranno essere apportate importanti miglioramenti è senza dubbio la misurazione dell'impatto generato dagli investimenti. La misurazione è infatti un aspetto fondamentale che permette all'investitore di scegliere uno strumento impact da uno tradizionale. Ad oggi sono stati apportati miglioramenti ai metodi di valutazione dell'impatto ma non ancora del tutto esaustivi, manca infatti un metodo che riesca a coniugare dati qualitativi e quantitativi in modo efficace. Un'altra barriera tutt'ora presente è la mancanza di un adeguato rendimento in proporzione al rischio corso per l'investimento. Gran parte

dei prodotti offerti resta infatti con un rendimento alla pari o al di sotto di quelli di mercato.

Oltre al superamento delle barriere, lo sviluppo dell'impact investing passa per un'adeguata offerta di prodotti e quindi attraverso il terzo settore e la piccola e media imprenditoria sociale. Prendendo come esempio l'Italia, abbiamo visto come il mondo della finanza e quello socio-ambientale sia sostanzialmente distante l'uno dall'altro. Le imprese operanti nel terzo settore difficilmente hanno gli strumenti e le conoscenze per crescere, dall'altro lato invece gli operatori finanziari fino a poco tempo fa non vedevano questo settore come una opportunità in cui investire.

Il primo passo è quindi quello di aumentare il finanziamento alle imprese sociali creando un apposito mercato per la finanza sociale. In Italia da Marzo 2017 è presente la possibilità di individuare strumenti impact nel mercato ExtraMOT PRO, le banche e gli intermediari giocano quindi un ruolo importante nella distribuzione di prodotti finanziari su larga scala.

Lo strumento più adeguato a mettere in contatto la finanza ad impatto con le imprese del terzo settore che risultano essere perlopiù di piccole dimensioni e frammentate, sono i minibond. Grazie alle loro caratteristiche, sono infatti in grado di permettere, da un lato lo sviluppo delle PMI sociali che si vedono aperta la possibilità di finanziarsi non più solamente rivolgendosi alle banche, dall'altro permette lo sviluppo di pari passo del mercato ad impatto. Il fatto di avere dei rendimenti mediamente alti ed avere delle certificazioni obbligatorie prima della loro emissione, rende i minibond strumenti molto competitivi. Le imprese del terzo settore acquisiscono credibilità e trasparenza grazie all'affiancamento di esperti durante l'emissione di questi strumenti. Alla base rimane però una adeguata valutazione delle imprese in modo da assicurare agli investitori che il capitale verrà poi ripagato a scadenza. L'emissione di minibond risulta però ad oggi più costosa e complicata

rispetto ad altri metodi di finanziamento, tenendo in considerazione le dimensioni medie delle imprese operanti nel terzo settore questo può essere un elemento pregiudicativo per l'avvicinamento alla finanza ad impatto da parte delle PMI. Nel nostro paese sono stati apportati sgravi fiscali e facilitazioni per permettere alle PMI di emettere obbligazioni ed avvicinarsi indirettamente all'impact investing. Per permettere però il salto di qualità è necessario un continuo sostegno normativo e che il modo di pensare all'imprenditorialità sociale cambi.

L'impact Investing è quindi un'opportunità in grado di cambiare il modo di fare finanza, i minibond soprattutto in Italia sono lo strumento con la quale le imprese possono partecipare maggiormente, allo stesso tempo, alla loro crescita e alla crescita dell'intero mercato tenendo però in considerazione e apportando i giusti interventi per superare le barriere tutt'ora presenti.

Bibliografia

Dipartimento della funzione Pubblica, Giugno 2017. "*Che cos'è l'analisi d'impatto: tecniche e metodi di realizzazione*"

Abhilash M., Rachel B., Novembre 2017. "*Evidence on the Financial Performance of Impact Investments"*

Abhilash M., Alina P., Rachel B., Hannah D., Dicembre 2017. *"THE STATE OF IMPACT MEASUREMENT AND MANAGEMENT PRACTICE"*

Yasemin S., Ali E., Ottobre 2012. *"A portfolio approach to impact investment"*

Social impact investement Taskforce, Settembre 2014. *"Allocating for impact"*

Gunnar G., Andreas Z., Novembre 2016. "*Are private investors willing to pay for sustainable investments? A stated choice experiment"*

Forum per la finanza sostenibile, Ottobre 2016. *"Finanza sostenibile e cambiamento climatico"*

London Stock Exchange group, Febbraio 2017. *"Your guide to ESG reporting"*

Heike R., 2010. "*THE EUROMONEY ENVIRONMENTAL FINANCE HANDBOOK 2010"*

Abhilash M., Hannah S., Rachel B., Hannah D., Maggio 2017. *"2017 Annual impact investor survey"*

Abhilash M., Aliana P., Rachel B., Dicembre 2016. *“Impact Investing Trends Evidence of a Growing Industry”*

GIIN,Global investing Network.*“Impact investing a guide to this dynamic market”*

Hannah S., Rachel B., Ariela Cohen, Agosto 2016. “*THE BUSINESS VALUE OF IMPACT MEASUREMENT”*

Hannah S., Hannah D., Gennaio 2018. *“LASTING IMPACT: THE NEED FOR RESPONSIBLE EXITS”*

Local alliance for climate responsability *“Guida all’utilizzo del Greenhouse Gas Protocol Tool”*

Olga B., Igor E., 2015. *“IMPACT INVESTING AS A "BASIC INNOVATION" FOR THE GLOBAL ECONOMY AND FINANCE SYSTEM POST-CRISIS TRANSFORMATION”*

Antony B., Jed E., 2011 *“Impact Investing Transforming How We Make Money while Making a Difference”*

Social impact investment Taskforce, Settembre2014. *“IMPACT INVESTMENT: THE INVISIBLE HEART OF MARKETS”*

Hervé G., *“In search of impact Measuring the full value of capital”*

Edward T., 2013. “*Interrogating the theory of change: evaluating impact investing where it matters most”*

Morgan Stanley, 2018. *“Investing with impact”*

Forum sulla finanza sostenibile, Ottobre 2017. *“Impact Investing: la finanza a supporto dell’impatto socio-ambientale”*

Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8 *“LA FINANZA CHE INCLUDE: GLI INVESTIMENTI AD IMPATTO SOCIALE PER UNA NUOVA ECONOMIA”*

Osservatorio Mini-Bond,Febbraio 2018.“*Quarto report italiano sui minibond”*

Yasemin S., Ali E., Maggio 2015. *“Impact assessement in practice”*

Uli G., Heinrich L., 2011. *“In search of gamma an unconventional perspective on Impact Investing”*

Stocco F. “Nuovi strumenti di impact investing”

World Economic Forum, 2013. *“From the Margins to the Mainstream Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors”*

United Nations Environment Programme, 2017. “MOBILIZING SUSTAINABLE FINANCE FOR SMALL AND MEDIUM SIZED ENTERPRISES”

High-Level Expert Group on Sustainable Finance,2018.“*Financing a sustainable european economy”*

SUMMARY BRIEFING FOR INVESTORS, BANKS, AND REGULATORS IN JAPAN, Aprile 2018*.“Banking on climate change”*

Borsa Italiana, “ExtraMOT PRO”

Commissione Europea, 2014, “*COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI PIANO D'AZIONE VERDE PER LE PMI”*

ESMA Securities and Market Stakeholder Group, Novembre 2017, *“Acess to capital markets for SMEs”*

United Nations Environment Programme, 2017. *“Rapporto del Dialogo Nazionale dell’Italia per la finanza sostenibile”*

Commissione Europea, Dicembre 2015*. “SMEs, Resource Efficency and Green Markets”*

Stocco F., Maggio 2018. *“Verso un riallineamento di domanda e offerta nell’impact investing: lo scontro tra finanza e terzo settore”*

Politecnico di Milano, 2017. *“UNO SGUARDO ALL’IMPACT INVESTING IN ITALIA NEL 2016”*

Paletta A., Giugno 2015. *“Minibond, strumenti finanziari per le piccole e medie imprese”*

Clark C., Emerson J., Thornley B.,2014*. “Collaborative capitalism and the rise of impact investing”*