



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

L'impact investing a supporto della finanza sostenibile

Relatore

Ch. Prof.ssa Antonella Basso

Laureando

Silvia Ferrari

Matricola

876233

Anno Accademico

2021 / 2022

INDICE

Introduzione

Capitolo I: La finanza sostenibile in Europa

1.1 Definizione di finanza sostenibile	p.1
1.2 Cenni storici	p.2
1.3 Investimenti tradizionali sostenibili ed investimenti ESG: due differenti approcci per la creazione della strategia d'investimento	p.5
1.4 Strategie ex-ante ed ex-post: l'impact investing come strategia ibrida	p.8
1.5 La normativa europea: tassonomia e sviluppo del tema sostenibile	p.11

Capitolo II: La finanza sostenibile in Europa

2.1 Definizione di Impact investing e principali caratteristiche	p.17
2.2 Il rendimento: trasformare la tutela ambientale e il progresso sociale in opportunità di business	p.21
2.3 Green, Social e Social Impact Bond: gli strumenti a servizio della finanza sostenibile	p.23
2.3.1 <i>Green bond</i>	p.24
2.3.2 <i>Social bond</i>	p.28
2.3.3 <i>Social impact bond</i>	p.31
2.4 L'impact investing in Europa: i principi	p.36
2.5 Greenwashing e Agency problem: i principali ostacoli	p.38
2.5.1 <i>Greenwashing</i>	p.38
2.5.2 <i>Agency problem</i>	p.41

Capitolo III: La misurazione dell'impatto

3.1 L'importanza della misurazione: the impact value chain	p.43
3.2 Rating ESG: target qualitativo europeo	p.47

3.2.1 <i>La metodologia MSCI</i>	p.49
3.2.2 <i>La metodologia Thomson Refinitiv</i>	p.55
3.2.3 <i>I rating ESG nell'Unione europea</i>	p.59
3.3 Teoria del Cambiamento	p.60
3.4 Social Return on Investment Analysis (SROI)	p.66
3.5 Cost Benefit Analysis (CBA)	p.69
3.6 Economic Impact Analysis (EIA)	p.72
Capitolo IV: Case studies: analisi di casi pratici	
4.1 Carcere Lorusso e Cutugno di Torino: il primo Social Impact Bond in Italia	p.75
4.2 Un caso green: l'energia eolica in Romania	p.92
Conclusione	p.104
Bibliografia	p.105
Sitografia	p.112

INTRODUZIONE

La crescita del debito pubblico, unita alla crisi economico finanziaria che il nostro Paese sta attraversando negli ultimi anni, ha ridotto la capacità dello Stato di fronteggiare efficacemente i problemi ambientali e sociali. Per questo motivo si è delineata la nuova necessità di trovare strumenti innovativi che garantiscano capitali utili al finanziamento di iniziative sostenibili, che abbiano come obiettivo non solo l'ottenimento di un rendimento finanziario, bensì anche ambientale e sociale.

Nascono così le strategie Impact Investing, che riconoscono nell'investimento stesso non solo una finalità economica univoca, ma anche una seconda finalità indirizzata intenzionalmente allo sviluppo sociale ed ambientale.

All'interno di questa visione innovativa di finanza, definita finanza sostenibile, nascono anche gli strumenti necessari al perseguimento del duplice obiettivo, come Green Bond, Social Bond e Social Impact Bond. Le istituzioni sovranazionali stanno, negli anni, costruendo un quadro giuridico ed attuativo sempre più articolato a tutela degli operatori, che a loro volta si stanno avvicinando sempre più all'idea di rinunciare ad una parte di rendimento economico, a favore della collettività. Trasformare un bisogno della collettività in un'opportunità di crescita è, infatti, possibile se si definisce un patto di responsabilità reciproca tra Stato, famiglie e cittadini.

Accanto a questi aspetti positivi, quali maggiore innovazione, maggiore efficacia nella gestione dei problemi sociali e riduzione dei costi a carico dello Stato, si affiancano aspetti più impervi, che hanno a che fare con la soggettività della quantificazione dell'impatto sociale: è importante definire delle metodologie di misurazione dell'impatto che siano efficaci, comparabili e misurabili.

CAPITOLO I

LA FINANZA SOSTENIBILE IN EUROPA

1.1 Definizione di Finanza Sostenibile

Secondo la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), in accordo con Eurosif ed il Forum Italiano per la Finanza Sostenibile, la finanza sostenibile è *“quell’insieme di strategie d’investimento che considerano i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nella composizione e gestione di portafoglio. Ai fini di questo report globale e per articolare il nostro lavoro nel modo più allargato possibile, GSIA utilizza una definizione inclusiva di finanza sostenibile, senza operare separazione alcuna tra essa e termini o locuzioni associabili, come finanza responsabile o finanza socialmente responsabile. Tutti questi approcci sono collettivamente denominati finanza Sustainable and Responsible (SR)”* (GSIA, 2020).

La finanza sostenibile è, dunque, il concetto di sostenibilità applicato alla sfera finanziaria. Il riferimento esplicito al tema ESG rende ogni strategia d’investimento sostenibile non esclusivamente legata al rating finanziario degli emittenti, bensì si pone l’obiettivo di generare plusvalore di lungo termine, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un rendimento economico, ma siano anche utili alla comunità e tutelino l’ambiente e la collettività¹.

È comunque opportuno non escludere che la finanza tradizionale o convenzionale generi benefici per la sostenibilità; si assume che, avendo l’obiettivo di creare valore sia per chi finanzia l’investimento, che per chi sarà beneficiario del progetto finanziato, il plusvalore non finanziario configuri nel corretto comportamento nei mercati da parte di tutti gli operatori, per garantirne l’efficienza (Del Giudice, 2019).

¹ <https://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile>

1.2 Cenni storici

Il concetto di “finanza sostenibile”, precedentemente definita “finanza etica”, nasce in tempi molto remoti, quando l’interrogativo era la correttezza morale nella percezione di un rendimento in cambio di un prestito di denaro (Del Giudice, 2019). Per Aristotele la moneta fu invenzione utile per lo scambio con beni di consumo o di uso e non poteva avere un fine diverso. Condannò la pratica dell’usura e del prestito di denaro, in cui il guadagno proveniva dal denaro stesso e non dallo scambio di beni, di cui i soldi erano funzione.²

Nel 1200, con la spinta della crescita economica e dello sviluppo dei commerci, questo saldo pensiero iniziò ad aprirsi ad una nuova mentalità culminata con il pensiero di San Tommaso, legato alla liberalità, virtù che regola il giusto mezzo nell’uso dei beni e del denaro. Egli applica una distinzione tra capitale ozioso e capitale di rischio: il primo non merita rendimento, mentre il secondo conferisce il diritto ad una remunerazione, essendo che sopporta un rischio, producendo un beneficio comune (Del Giudice, 2019).

In seguito a questa spinta filosofica, in Occidente i fondi religiosi iniziarono a valutare la rischiosità totale delle attività finanziarie, verificando che il rendimento fosse generato da attività economiche non in contrasto con i valori morali professati dalle credenze religiose. Il primo passo bifronte, verso una duplice finalità della finanza, venne fatto nel XVIII secolo quando i Quaccheri non vollero più guadagnare dalla guerra e dal traffico di schiavi. Nonostante questa iniziale spinta, il primo fondo che incluse in maniera definita i criteri morali nell’investimento fu il *Pioneer Fund*, nato nel 1928 negli Stati Uniti: il tabacco, l’alcool e il gioco d’azzardo furono considerati categorie in cui non fosse possibile investire (Del Giudice, 2019).

Le basi etiche della finanza rimasero comunque secondarie fino intorno agli anni ’70, quando, con lo scoppio della guerra in Vietnam, i fondi religiosi a loro volta si attivarono e si opposero agli investimenti in imprese americane sostenitrici del conflitto bellico. Il primo fondo comune d’investimento nato con queste fondamenta fu il *Pax World Fund*

² <https://parentesistoriche.altervista.org/aristotele-economia/>

nel 1971, dal quale vennero escluse tutte le imprese coinvolte nel traffico di armi ed altre attività moralmente contrarie e nel quale vennero, invece, messe in luce le imprese che rispettavano l'ambiente ed i diritti dei lavoratori. Si posero così le basi di quella che oggi è definita finanza sostenibile (Del Giudice, 2019).

Congiuntamente, si iniziarono a monitorare le attività delle grandi imprese nei fondi d'investimento attraverso la redazione di report che evidenziavano la creazione di plusvalore sfavorendo la qualità dei prodotti. Gli investitori attenti alla sostenibilità si accorsero che la loro attività non poteva limitarsi solo all'esclusione di tali imprese dai fondi, ma avrebbero dovuto ricoprire un ruolo più attivo, in modo da controllare la responsabilità di tali imprese nella propria attività economica. Il primo azionariato attivista ebbe luogo nel 1970 negli Stati Uniti, quando la chiesa episcopale presentò una risoluzione nei confronti di General Motors per la cessazione delle proprie attività in Sud Africa come protesta contro il regime di segregazione razziale in vigore. Nacque così la fondazione dell'*Interfaith Center on Corporate Responsibility* (ICCR), il più grande network al mondo di azionariato attivo su temi ambientali e sociali, in risposta alla necessità di mobilitarsi attivamente a favore della società (Del Giudice, 2019).

Nel 1977, in conseguenza alla risoluzione di General Motors, Padre Sullivan, componente del consiglio dell'impresa, varò un codice di condotta come primo tentativo di inserimento nell'impresa di temi relativi alla responsabilità sociale, per esercitare pressioni economiche sul Sudafrica in segno di protesta contro il suo sistema di apartheid. Negli anni a seguire vari scandali colpirono il settore del tabacco e dell'alcool, a seguito della scoperta di manipolazioni dei prodotti e di caratteristiche dannose per la salute degli stessi (Del Giudice, 2019).

Nel 1990, sempre negli Stati Uniti, si tenne il primo evento di finanza socialmente responsabile, la conferenza "*SRI in the Rockies*", la cui importanza permane tutt'oggi. Viene infatti organizzata ogni anno, ed è uno degli eventi più rilevanti a livello mondiale riguardo ai temi legati alla finanza sostenibile. Nel 1995, inoltre, venne redatto il primo report sulla finanza sostenibile, il "*Trend Report on SRI Finance*" (Del Giudice, 2019).

In Italia, il primo fondo d'investimento sostenibile fu Sanpaolo Azionario Internazionale Etico del 1997, composto da tre fondi: *"l'Istituto bancario San Paolo di Torino - attraverso Sanpaolo Fondi - lancia Sistema Etico, tre fondi (due obbligazionari e uno azionario) che saranno gestiti "secondo politiche di investimento improntate a principi etici per la selezione degli emittenti". La "filosofia" ricorda quella della Azimut (gruppo Akros), la prima a lanciare fondi di investimento con scopi di beneficenza"*³.

Per quanto riguarda i mercati finanziari, il primo indice azionario SR globale nacque nel 1999, denominato *Dow Jones Sustainability Index (DJSI)*, mentre il primo indice europeo risale al 2001, quando la Borsa di Londra creò il FTSE-4Good. Nello stesso anno nacque anche il Forum per la Finanza Sostenibile, principale organizzazione italiana per la promozione degli investimenti sostenibili (Del Giudice, 2019).

Nel 2004 si pose un altro pilastro dell'odierna finanza sostenibile: con la pubblicazione del rapporto *"Who Cares Wins"*⁴ viene coniato il termine ESG (Environmental, Social, Government). Esso si pone l'obiettivo di raggruppare i principali settori obiettivo della finanza sostenibile in tre pilastri: ambientale, sociale e di governance. Il rapporto, infatti, contiene raccomandazioni riferite al settore finanziario per una migliore integrazione di tematiche ambientali, sociali e di governance nell'analisi, nell'asset management e nell'intermediazione mobiliare (The Global Compact, 2014).

Qualche anno dopo, nel 2006, venne fondata l'associazione statunitense degli investitori istituzionali denominata PRI, Principles for Responsible Investments, così denominata in quanto l'adesione alla stessa è correlata all'adozione di principi etici nell'investimento, che segue i principi morali della finanza SRI (Del Giudice, 2019).

La svolta globale nel mondo della finanza sostenibile si ebbe nel 2012, quando le associazioni SRI statunitense, europea, asiatica e canadese confluirono nella *Global Sustainable Investment Alliance*. L'attenzione così diffusa ed il focus sempre più mirato

³ <https://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/1997/05/28/san-paolo-vara-tre-fondi-etici.html>

⁴ Fonte: The Global Compact, 2014.

alla responsabilità etica, in termini sia ambientali che sociali, deriva dalla spinta legislativa, da un lato, e dalla sempre maggior consapevolezza nella società odierna dell'importanza della sostenibilità, dall'altro (Del Giudice, 2019).

Nella tabella 1 si riportano i dati globali degli investimenti socialmente responsabili. Si può notare la costante crescita negli anni del capitale investito in asset sostenibili.

Tabella 1. Diffusione della finanza sostenibile: totale degli asset di investimento sostenibile a livello globale

REGION	2016	2018	2020
Europe	12,040	14,075	12,017
United States	8,723	11,995	17,081
Canada	1,086	1,699	2,423
Australasia	516	734	906
Japan	474	2,180	2,874
Total (USD billions)	22,839	30,683	35,301

Fonte: GSIA, 2020. Dati in miliardi di dollari.

Più recentemente, nel 2015, l'Unione europea (UE) e i suoi Stati membri hanno sottoscritto l'accordo di Parigi, accordo globale tra gli Stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, riguardo alla riduzione di emissione di gas serra e alla finanza. Tra gli obiettivi finanziari previsti è presente la necessità di rendere i flussi finanziari coerenti agli obiettivi di sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra e resiliente al clima.⁵ L'UE e i suoi Stati membri si sono inoltre impegnati ad attuare l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile.

1.3 Investimenti tradizionali sostenibili ed investimenti ESG: due differenti approcci per la creazione della strategia d'investimento

Negli ultimi anni gli investimenti socialmente responsabili sono ampiamente cresciuti. Dal rapporto di Censis e Assogestioni dal titolo "Il valore della diversità nelle scelte d'investimento prima e dopo il Covid-19" è emerso che in Italia, già prima

⁵ [https://it.wikipedia.org/wiki/Accordo_di_Parigi_\(2015\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Accordo_di_Parigi_(2015))

dell'emergenza Covid, il 52% degli italiani si mostrava interessato ad investire in strumenti sostenibili. Come già detto in precedenza, questo non significa che gli investimenti tradizionali, definiti "brown", non concorressero alla creazione di valore ambientale e/o sociale, bensì il focus era solo la creazione di un plusvalore economico (Assogestioni, Censis, 2020).

Occorre però distinguere le differenti tipologie di investimento socialmente responsabile. Spesso gli investimenti sostenibili tradizionali e quelli ESG vengono confusi in quanto hanno molti punti in comune, ma non sono sinonimi. Gli investimenti sostenibili tradizionali si differenziano in quanto gli investimenti ESG tengono conto non solo dei benefici, ma anche dei rischi legati ai fattori ambientali, sociali e di governance, migliorando così l'approccio ai temi sostenibili. Una corretta valutazione dei rischi avvicina gli investitori all'utilizzo di strumenti sostenibili, in quanto capaci di comprendere meglio rischi e benefici. Essi, infatti, sono integrabili alle fasi di reporting tradizionali, in quanto, attraverso l'utilizzo di *rating ESG*, associano un punteggio numerico alla valutazione. Gli investimenti sostenibili tradizionali, invece, sono integrati da principi morali che possono avvicinarsi all'etica dell'investitore, facendo così diventare l'investimento non più solo economico ma anche sociale, includendo però una componente soggettiva⁶.

Importante per lo sviluppo europeo è stato il regolamento 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019⁷ in merito all'informativa sulla sostenibilità per i servizi finanziari, in cui viene definito il significato di investimento sostenibile. L'investimento sostenibile è identificato in una attività finanziaria che persegue un obiettivo ambientale, sociale, e/o riguardante il capitale umano, misurato attraverso indicatori che ne valutano l'efficienza in merito a:

- utilizzo di energia;
- utilizzo di energia proveniente da fonti rinnovabili;
- utilizzo di risorse produttive e idriche e l'uso del suolo;

⁶ <https://finscience.com/it/news/differenza-tra-esg-e-sri/>

⁷ Il Regolamento europeo 2019/2088 in merito all' informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR) è stato introdotto a novembre del 2019 e i primi obblighi sono diventati operativi il 10 marzo 2021.

- quantità di rifiuti prodotta;
- controllo delle emissioni di gas a effetto serra;
- valutazione della biodiversità
- lotta contro la disuguaglianza;
- promozione dell'integrazione sociale;
- attuazione di una buona governance.

Per quanto riguarda gli investimenti ESG, invece, è l'acronimo stesso che indica i criteri da seguire (Billio et al., 2020):

- Environmental (E): include l'ampio argomento della lotta al cambiamento climatico, quindi l'utilizzo di energia rinnovabile, i rifiuti, l'inquinamento, la conservazione delle risorse naturali e il trattamento degli animali. Può includere anche la valutazione dei rischi ambientali dell'investimento e il modo in cui l'azienda li fronteggerebbe.
- Social (S): si riferisce all'impatto sociale delle attività o degli investimenti aziendali, e quindi all'impatto sulla collettività. I parametri vengono utilizzati per rilevare il rispetto dei diritti umani, civili e lavorativi, la garanzia di condizioni lavorative adeguate, l'osservanza delle leggi sul lavoro dei minori e, in generale, il rispetto dell'uguaglianza e dell'inclusione da parte dell'azienda nello svolgimento delle sue attività.
- Governance (G): riguarda la responsabilità di governance delle aziende, indicatore fondamentale per gli osservatori esterni nell'inquadramento dell'identità aziendale. Include, quindi, i metodi di retribuzione, le politiche di diversità, il rispetto della meritocrazia e dei diritti degli stakeholders.

L'utilizzo dei criteri ESG è, quindi, un metodo utile al monitoraggio ed alla valutazione delle performance aziendali nei termini di inclusione delle tematiche ambientali, sociali e di governance nelle proprie politiche ed azioni. I criteri ESG permettono di integrare le analisi economiche tradizionali, riuscendo a definire una classifica in merito all'operato

delle imprese riguardo alla sostenibilità, assegnando un punteggio numerico alle tre categorie⁸.

Negli ultimi anni si è assistito ad una costante crescita dell'utilizzo dei criteri ESG nelle decisioni aziendali in quanto permettono di comparare le performance ambientali, sociali e di governance di un'azienda, sia nel suo storico che in un confronto con i concorrenti. Fino allo sviluppo della finanza sostenibile, l'osservanza di buone pratiche ambientali, sociali e di governance è stata una scelta totalmente libera e soggettiva delle organizzazioni e delle imprese. Infatti, non esistevano obblighi di reporting in merito alle tematiche sostenibili. Gli obiettivi perseguiti erano singolari per ciascuna realtà, e per questo, non potevano essere misurati o confrontati a quelli di altre imprese e non potevano essere oggetto di valutazione standardizzata⁹. Oggigiorno, seppur la misurabilità dei criteri ESG sia ancora molto varia e poco regolarizzata, aiuta le aziende, abituate a svolgere attività di reporting numerico, a identificare il proprio impegno nella sostenibilità attraverso un valore, integrabile nelle attività di valutazione.

1.4 Strategie ex-ante ed ex-post: l'impact investing come strategia ibrida

La crescente importanza della finanza SRI ha portato allo sviluppo di differenti strategie da parte delle aziende per la gestione e la conseguente valutazione dei propri investimenti. Le strategie di gestione vengono classificate a seconda che siano più vicine a logiche finanziarie o filantropiche, dunque in base al main focus dell'investimento (economico o sociale).

La principale differenza è legata alla tempistica con cui viene valutata la creazione di valore. Si parla, infatti, di strategie ex-ante ed ex-post (Del Giudice, 2019), come indicato in figura 1:

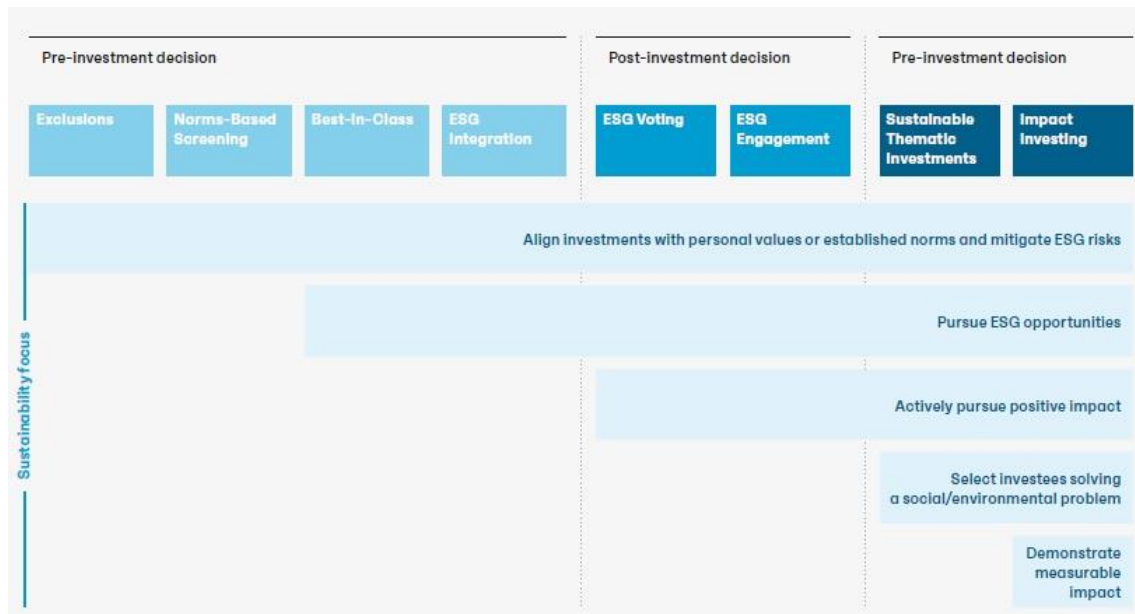
- strategie ex-ante: vengono elaborate nella fase precedente l'investimento e sono basate su specifici criteri d'inclusione o esclusione;

⁸ <https://www.esg360.it/environmental/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-per-orientarsi-su-environmental-social-governance/>

⁹ <https://www.esg360.it/environmental/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-per-orientarsi-su-environmental-social-governance/>

- strategie ex-post: la creazione di valore sociale condiviso avviene attraverso la partecipazione attiva e l'esecuzione di attività di monitoraggio conseguente l'investimento.

Figura 1. Categorizzazione delle strategie



Fonte: SSF, 2021.

In generale le strategie ex-ante richiedono uno sforzo economico nella produzione del rendimento sociale più basso rispetto a quelle ex-post; per questo motivo si possono definire le prime *low cost SRI* e le seconde *high cost SRI* (Del Giudice, 2019).

Riassumendo, le strategie SRI si differenziano tra loro in base alle modalità di utilizzo dei fattori ESG nella selezione degli investimenti, in base al timing ed alle risorse utilizzate nella creazione di valore sociale.

Le strategie ex-ante si suddividono come segue (Del Giudice, 2019):

- strategie di esclusione: limitano l'universo investibile ai soli emittenti che non appartengono a settori moralmente avversi o che operano in contrasto con diritti umani imprescindibili (es: armamenti o sfruttamento minorile);
- strategie *norms-based*: filtrano l'universo investibile rispetto alle società che rispettano gli standard internazionali su temi quali rispetto dell'ambiente, dei diritti umani, dei diritti dei lavoratori e dei sistemi anticorruzione;

- strategie *best-in-class*: tengono conto del posizionamento della società rispetto ai propri competitors, in modo da premiare coloro che utilizzano le migliori pratiche di comportamento all'interno del proprio settore operativo e quelli che pongono maggior attenzione al miglioramento dei parametri ESG;
- strategie di integrazione dei criteri ESG: includono nella valutazione i rating ESG. Gli investimenti di questo tipo non si limitano a imporre filtri nella selezione degli asset, ma modificano le proprie attività di pricing e di gestione del rischio includendo i fattori ambientali e sociali.

Le strategie ex-post, invece, sono quelle più attive in ambito ambientale e sociale, ossia che richiedono maggior partecipazione attiva nello svolgimento delle stesse. Si suddividono in (SSF, 2021):

- strategie *ESG voting*: basate sull'esercizio dei diritti di voto. Gli investitori cercano attivamente di migliorare il loro impatto ESG attraverso l'esercizio del proprio diritto di voto in assemblea;
- strategie *ESG engagement*: basate sull'engagement. Gli investitori sviluppano le tematiche ESG attraverso la comunicazione diretta con il management. L'engagement è un'attività svolta dagli azionisti con l'obiettivo di convincere il management a tenere conto dei criteri ESG. Questo dialogo include la comunicazione con l'alta dirigenza e/o i consigli di amministrazione delle società e il deposito o il co-deposito delle proposte degli azionisti. Il coinvolgimento di successo può portare a cambiamenti nella strategia e nei processi di un'azienda in modo da migliorare le prestazioni ESG e ridurre i rischi.

Una categorizzazione differente viene riservata agli investimenti tematici ed *all'impact investing*, strategie high cost che selezionano i progetti d'investimento ex-ante in maniera attiva, partecipando alla definizione dei parametri d'impatto, e contribuiscono ex-post alla creazione di valore sociale condiviso attraverso un'attività di monitoraggio successiva alla fase d'investimento (Del Giudice, 2019). Nella figura 2 sono riportate le strategie attuate in Europa.

Figura 2. Le strategie in Europa

ESCLUSIONI	esclusione di alcuni emittenti, settori o paesi in base a determinati principi e valori
CONVENZIONI INTERNAZIONALI	selezione degli investimenti in base al rispetto di norme e trattati internazionali
BEST IN CLASS	selezione o peso degli investimenti in portafoglio secondo criteri ESG, privilegiando i migliori all'interno del settore
ENGAGEMENT	dialogo costruttivo con gli emittenti su questioni di sostenibilità ed esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario
INVESTIMENTI TEMATICI	selezione dei titoli sulla base di uno o più elementi ESG
IMPACT INVESTING	investimenti in imprese, organizzazioni e fondi con l'intenzione di generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile, insieme ad un ritorno finanziario

Fonte: Rielaborazione da <http://investiresponsabilmente.it/cose/>.

1.5 La normativa europea: tassonomia e sviluppo del tema sostenibile

Con la concretizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali, annunciata nel 2014, l'Unione Europea (UE) ricopre un ruolo importante per la stabilità ed il corretto funzionamento dei mercati finanziari dei Paesi membri, attraverso l'attuazione di politiche economiche e finanziarie europee e nazionali ad interesse e tutela di tutti gli operatori di mercato (Forum per la Finanza Sostenibile, 2019).

Con la sottoscrizione dell'Accordo di Parigi sul clima e dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, l'Unione europea ha deciso di iniziare ad includere i temi sostenibili nelle politiche comunitarie, sostenendo modelli di crescita sempre più focalizzati sulle tematiche ambientali e sociali. Infatti, molti dei cambiamenti a cui si sta assistendo in tema di finanza sostenibile derivano di spinte normative sovranazionali.

L'integrazione della finanza sostenibile ed il percorso di crescita politico-economico dell'UE hanno quindi una correlazione profonda: il Piano d'Azione emesso a marzo del 2018 ha l'obiettivo di incrementare i finanziamenti per la crescita sostenibile, sostenendo e promuovendo l'interconnessione dei criteri ambientali, sociali e di governance con la gestione dei rischi (Forum per la Finanza Sostenibile, 2019).

Nella figura 3 sono indicati i dieci punti del Piano d’Azione.

Figura 3. Dieci punti del Piano d’Azione UE

1.	Introdurre una "tassonomia" europea per la finanza sostenibile , ovvero un sistema condiviso di definizione e classificazione delle attività economiche sostenibili
2.	Creare standard e certificazioni di qualità per i green bond , con l'obiettivo di garantire la credibilità del mercato e rafforzare la fiducia degli investitori
3.	Incrementare gli investimenti verso infrastrutture sostenibili (per esempio, le reti di trasporto) sia negli Stati membri, sia nei paesi partner
4.	Modificare le Direttive MIFID II e IDD e le linee guida ESMA sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti, includendo le preferenze dei clienti in materia di sostenibilità tra gli elementi da considerare nell'ambito dei servizi di consulenza
5.	Rendere più trasparenti le metodologie adottate dagli index provider nella costruzione dei benchmark di sostenibilità , armonizzando in particolare gli indici low-carbon
6.	Incoraggiare l'integrazione dei criteri di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG) da parte delle società di rating e di ricerca di mercato
7.	Introdurre i criteri di sostenibilità nella definizione di dovere fiduciario , che vincola gli investitori istituzionali ad agire nel migliore interesse dei beneficiari
8.	Valutare la possibilità di introdurre una riduzione nei requisiti patrimoniali minimi delle banche in relazione agli investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale (il cosiddetto "green supporting factor"), nel caso in cui i profili di rischio siano effettivamente inferiori
9.	Migliorare qualità e trasparenza della rendicontazione non finanziaria delle imprese, allineando le attuali linee guida sui rischi climatici alle raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures del Financial Stability Board
10.	Incoraggiare l' integrazione dei criteri ESG e l'adozione di un approccio di lungo periodo nei processi decisionali dei Consigli di Amministrazione

Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile, 2019.

La Commissione europea, per concretizzare ulteriormente il proprio operato, ha nominato a giugno del 2018 un *Technical Expert Group (TEG) on Sustainable Finance*, ossia un gruppo di esperti incaricati di fornire consulenza su (Forum per la Finanza Sostenibile, 2019):

1. tassonomia, ponendo l'attenzione sul tema green e, in particolare, sul cambiamento climatico;
2. definizione di standard migliori in riferimento ai report che le grandi imprese devono redigere in merito alle informazioni legate al clima;
3. criteri comuni per la selezione di benchmark relativi alla decarbonizzazione ed alla riduzione delle emissioni;

- Green Bond Standard, ossia una certificazione volontaria europea per le obbligazioni green.

Una volta definite le linee guida e i criteri comuni, gli investimenti europei hanno visto un forte aumento dell'integrazione di temi ESG nei portafogli e progetti aziendali.

Nell'ultimo studio Eurosif biennale (Eurosif, 2018) in merito al mercato dei capitali europeo, pubblicato nel 2018, si ha conferma di come vengano implementate le strategie SRI ex-ante ed ex-post. Dalla figura 4 si può notare come, nell'Unione Europea, la principale strategia implementata sia quella di esclusione, principalmente a causa della praticità e velocità con cui è possibile attuarla. Si osservi anche la forte crescita dell'implementazione delle strategie di integrazione dei criteri ESG, dovuta soprattutto alla spinta normativa europea e nazionale in merito ai temi ambientale, sociale e di governance.

Figura 4. Diffusione delle strategie SRI nell'Unione Europea



Fonte: Eurosif, 2018. * dati aggiornati non disponibili.

La costante crescita degli investimenti sostenibili nel mercato dei capitali europeo è ulteriormente confermata dai risultati dell'analisi *Global Sustainable Investment Review 2020* condotta e pubblicata dalla *Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)*. Lo studio riporta i dati degli investimenti sostenibili nei principali mercati finanziari globali

e sottolinea, a conferma del trend, un settore in forte espansione, con una costante crescita internazionale ed una maggiore tendenza ad integrare i criteri ESG nelle strategie e nelle scelte d'investimento.

Nel 2020, gli investimenti sostenibili a livello mondiale sono stati in quantificati in un totale di 35,3 trilioni di dollari in cinque mercati principali, registrando un + 15% negli ultimi due anni (2018-2020) ed un +55% negli ultimi quattro (2016-2020). Il Canada, gli Stati Uniti, il Giappone hanno rafforzato la crescita del patrimonio gestito in modo sostenibile dal 2018 al 2020, mentre Australasia, seppur abbia registrato un incremento, segna un indebolimento della crescita. L'Europa ha registrato - 13% nella crescita a causa di un cambiamento del metodo di misurazione tra un rapporto e l'altro. Il calo è dovuto ad una modifica derivante dalle ridefinizioni di "investimento sostenibile" che sono state incluse nella legislazione dell'Unione europea come parte del Piano d'Azione europeo per la finanza sostenibile (GSIA, 2020). I dati sopra riportati sono consultabili nella tabella 2.

Tabella 2. Sviluppo Globale SRI

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

Fonte: GSIA, 2020.

Infatti, nonostante la forte crescita, gli operatori del mercato dell'UE hanno sempre sottolineato la necessità dell'introduzione di definizioni e criteri condivisi all'interno del mercato SRI, al fine di poter indirizzare, confrontare e tutelare gli investimenti (GSIA, 2020).

Nel processo di transizione da investimenti tradizionali ad investimenti sostenibili, è necessario attuare politiche che possano aumentare la fiducia dei risparmiatori nei confronti degli strumenti finanziari innovativi, agendo con chiarezza e trasparenza.

Per rispondere al bisogno di criteri comuni per definire gli investimenti sostenibili, il Piano d’Azione della Commissione Europea ha proposto l’introduzione di una tassonomia, ovvero *“un sistema unificato che fornisca chiarezza in merito alle attività che possono essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale e sociale”* (Forum per la Finanza Sostenibile, 2019). Obiettivo della definizione di una tassonomia è incrementare la trasparenza del mercato e la fiducia degli investitori, orientando un maggior volume di investimenti in progetti sostenibili.

Infatti, il 18 giugno 2020, attraverso il Regolamento 2020/852¹⁰ del Parlamento europeo e del Consiglio, definito anche “regolamento Tassonomia”, è stato costituito il quadro per la creazione della tassonomia dell’UE relativa alle attività economiche ecosostenibili. Il regolamento Tassonomia dispone che tali attività economiche debbano soddisfare i criteri di vaglio tecnico stabiliti negli atti delegati adottati dalla Commissione, fissando inoltre i sei principali obiettivi ambientali¹¹:

1. mitigazione dei cambiamenti climatici: ridurre o evitare le emissioni di gas serra o migliorarne l’assorbimento;
2. adattamento ai cambiamenti climatici: ridurre o prevenire gli effetti negativi del clima attuale o futuro oppure il rischio degli effetti negativi;
3. uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine;
4. transizione verso un’economia circolare, focalizzata sul riutilizzo e riciclo delle risorse;
5. prevenzione e controllo dell’inquinamento;
6. tutela e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Da questi obiettivi definiti nel giugno 2020 si può notare come, nonostante i criteri ESG siano tre, nel processo di sviluppo e integrazione dei temi sostenibili all’interno del

¹⁰ Il Regolamento europeo 2020/852 in merito alla definizione della Tassonomia europea è stato introdotto a giugno del 2020 e i primi obblighi sono diventati operativi il 13 luglio 2020.

¹¹https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:8cee7f13-a162-11ec-83e1-01aa75ed71a1.0014.02/DOC_4&format=PDF

mercato dei capitali dell'UE sia presente una forte preponderanza verso il tema *green*. La risposta al motivo di tale prevalenza si ha nei decenni precedenti la definizione dei criteri: l'impegno in merito al clima è storicamente più conosciuto e considerato.

La Tassonomia prosegue specificando un elenco di attività economiche e definendo dei criteri tecnici che ne definiscano l'impatto ambientale. Per essere eco-compatibile, un'attività deve soddisfare quattro criteri¹²:

1. contribuire positivamente ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali;
2. non produrre impatti negativi su nessun altro obiettivo;
3. essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime (per esempio, quelle previste dalle convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro – OIL);
4. rispettare i criteri tecnici identificati dal TEG.

Il regolamento Tassonomia ha subito diverse variazioni nel 2021, e tema principale degli ultimi mesi è stata la proposta di includere nei settori definiti dalla Tassonomia “ad impatto zero” il settore dell'energia nucleare e quello dei gas. Controverse sono le posizioni dei Paesi membri dell'UE in merito a tale disquisizione: Francia e Paesi dell'est Europa sostengono l'inclusione, mentre Germania, Austria e Spagna si schierano per il no. L'Italia rimane contro tale proposta, in linea con il referendum del 2011 che abolì le centrali nucleari sul suolo italiano, ma non sottovaluta l'idea di poter sviluppare energie nucleari sofisticate per ottenere un'indipendenza energetica. Nei prossimi mesi dovranno pronunciarsi il Parlamento europeo e il Consiglio¹³.

¹² <https://investiresponsabilmente.it/glossario/tassonomia-ue-delle-attivita-eco-compatibili/>

¹³ <https://greenreport.it/news/energia/tassonomia-verde-europea-aumenta-lopposizione-allinserimento-di-nucleare-e-gas/>

CAPITOLO II

LE STRATEGIE IMPACT INVESTING

2.1 Definizione di Impact investing e principali caratteristiche

Si definisce *Impact investing* la strategia d'investimento che riconosce nell'investimento stesso non solo una finalità prettamente economica, ma anche una seconda finalità intenzionalmente indirizzata allo sviluppo sociale ed ambientale.

Nonostante sia una strategia cresciuta e sviluppata nell'ultimo decennio, l'Impact investing non ha radici moderne. Infatti, per la maggior parte della propria definizione, si ricollega con una tradizione secolare che riteneva i proprietari terrieri responsabili del benessere della comunità sviluppatasi nelle proprie terre. È una storia che risale almeno ai Quaccheri nell'Inghilterra del XVII secolo, che cercarono di allineare le loro decisioni di investimento e acquisto ai loro valori. Inoltre, è anche legato alle congregazioni Shaker¹⁴, che nel 1800 avviarono attività in linea con i valori sociali per finanziare le comunità religiose.

Dunque, ciò che ad oggi viene inteso come Impact investing è l'evoluzione e la consolidazione di concetti appartenenti a secoli antecedenti. Si intende come nuova la propensione degli investitori all'utilizzo di strategie che ottimizzino l'impatto sociale ed ambientale dell'investimento, a volte sacrificando una parte del plusvalore economico generato.

L'uso corrente del termine Impact investing risale ad una discussione avuta nel 2007 da Antony Bugg-Levine (Bugg-Levine e Emerson, 2022) con un gruppo di investitori in *green technology*. Essi avevano lanciato sul mercato soluzioni di prestito innovative per sviluppatori di alloggi a basso reddito negli Stati Uniti. Ciò che li univa era l'interesse a quantificare le prestazioni potenziali e reali del loro capitale attraverso una valutazione non solo economico-finanziaria, ma anche d'impatto sociale positivo.

¹⁴ La comunità nota come Shakers è stata fondata a Liverpool nel 1750 da Ann Lee, una donna in missione per scoprire una religione più spirituale di quella della Chiesa d'Inghilterra.

Dal momento in cui è stato coniato il termine Impact investing, è stato necessario definire precisamente il significato di tale termine. Come già detto nel primo capitolo, la linea che differenzia un investimento tradizionale da uno ad impatto è molto sottile, e spesso vengono definiti ad impatto investimenti che, invece, hanno come primo focus quello di massimizzare il valore economico e, come irrilevante obiettivo, anche quello di contribuire, anche se in minima parte, ad una crescita ambientale e sociale. Investire capitali in un Paese non economicamente sviluppato non qualifica l'investitore come un Impact investor. Al contrario, un investimento nella produzione di energia rinnovabile che inavvertitamente distrugge il territorio in cui viene creato l'impianto, può distruggere più di quanto crea valore.

Ad oggi il settore è giunto ad una definizione comune di Impact investing (Bugg-Levine e Emerson, 2022), che ruota attorno all'intenzione ed attenzione dell'investitore di unire e mescolare i rendimenti ottenuti dall'investimento: gli *Impact investors* intendono creare un impatto positivo congiuntamente all'ottenimento di un plusvalore economico, sia gestendo che misurando il valore combinato che creano. *Blended value* è il termine coniato per indicare tale valore integrato: è il riconoscimento che capitale, comunità ed attività economica possono creare più della loro somma, possono generare investimenti che migliorino la società, integrando organizzazioni, persone e pianeta. Infatti, se l'Impact investing è ciò che viene implementato, il Blended value è ciò che viene prodotto.

Queste distinzioni sono importanti per indirizzare gli investitori che stanno sviluppando strategie per allocare il capitale dove può generare più Blended value.

Un'ulteriore definizione viene indicata dal *Global Impact Investing Network (GIIN)*¹⁵: *“investimenti effettuati con l'intenzione di generare un impatto sociale e ambientale positivo e misurabile insieme a un ritorno finanziario”*.

Nella figura 5 sono riportate le differenti strategie secondo la definizione di Lin, 2022.

¹⁵ <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

Figura 5. Definizioni delle differenti strategie



Fonte: *Venture Capital in the Rise of Sustainable Investment*, Lin 2022.

Affinché gli investimenti a impatto abbiano efficaci utilità sociali e ambientali e per giustificare la crescente disponibilità di capitali per attuare strategie impact investing, i mercati finanziari hanno bisogno di chiarezza sulla prassi prevista e sui termini di partecipazione al mercato dell'impact investing.

Le caratteristiche principali definiscono l'approccio di impact investing e sono utili per offrire ai mercati finanziari maggiore chiarezza sulla credibilità dell'investimento ad impatto.

Primaria azione per la definizione di una strategia come impact investing e delle sue caratteristiche è dotare gli investitori di:

- un elenco delle pratiche che definiranno la credibilità della loro strategia di impact investing nel mercato;
- punti di riferimento per considerare la qualità e la credibilità dell'impatto di un potenziale partner di investimento.

Gli obiettivi della definizione di tale caratteristiche sono:

- definire l'impact investing nella pratica e differenziare questa strategia da altri approcci di investimento;
- garantire che gli investimenti abbiano la più alta probabilità di contribuire ad impatti positivi.

Esistono quattro principali caratteristiche per la definizione di un approccio strategico come impact investing:

1. intenzionalità: gli investimenti devono avere l'intenzione concreta di contribuire a soluzioni sociali e ambientali; questo li differenzia dalle altre strategie individuate in precedenza;
2. rendimenti finanziari: gli investimenti a impatto perseguono l'obiettivo di ottenere plusvalore finanziario sul capitale che può variare da un livello inferiore al tasso di rendimento corretto per il rischio; questo li distingue dalla filantropia;
3. differenti asset class: gli investimenti a impatto possono essere realizzati tra più asset class;
4. misurazione dell'impatto: l'investitore si assume l'impegno di misurare e rendicontare in modo oggettivo le prestazioni sociali e ambientali sottostanti l'investimento.

Infine, gli investitori ad impatto aderiscono a quattro pratiche ben distinte quando intervengono nei mercati d'investimento utilizzando l'approccio impact investing:

1. contribuire intenzionalmente a un impatto sociale e ambientale positivo attraverso investimenti che finanzino intenzionalmente soluzioni e opportunità per le sfide sociali e ambientali;
2. utilizzare prove quantitative e qualitative e dati di impatto nella progettazione degli investimenti, per garantire la misurabilità dell'investimento;
3. gestire le prestazioni ad impatto, utilizzando i dati sulle prestazioni di impatto nel processo decisionale per gestire i nuovi investimenti verso il raggiungimento degli obiettivi sociali e ambientali;
4. contribuire alla crescita della strategia impact investing, intervenendo a supporto di sempre più investitori per consentirgli di effettuare investimenti d'impatto in modo efficace.¹⁶

¹⁶ <https://thegiin.org/characteristics>

2.2 Il rendimento: trasformare la tutela ambientale e il progresso sociale in opportunità di business

In Europa i *decision makers* ricercano soluzioni finanziarie in grado di risolvere problemi esistenti ed affrontare sfide poste dall'innovazione e dalla modernizzazione dei mercati e, in generale, della struttura finanziaria, più ampiamente della società.

Ciò che unifica la risoluzione dei problemi esistenti è la necessità di avere capitali d'investimento. Viste le numerose opportunità di modernizzazione, è sempre più necessario capire in che modo l'innovazione finanziaria possa giocare un ruolo sia nell'economia reale, generando impatti ambientali e sociali, che nella creazione di plusvalore finanziario per coprire il costo del capitale (Martin, 2014).

Tuttavia, negli ultimi anni, l'instabilità del sistema economico, successivamente alle crisi economiche ed alla crisi pandemica Covid-19, ha costretto molti governi a tagliare il loro bilancio, fornendo servizi scadenti alla società e tagliando sempre più fondi relativi a temi finora ritenuti di secondaria importanza come ambiente e salute.

L'impact investing nasce come nicchia di investimento per colmare questa lacuna, che ha l'obiettivo di creare modelli di business sostenibili, replicabili e ordinabili, in grado di attrarre capitali attraverso la creazione di rendimenti non solo economici ma anche sociali (Vecchi, Casalini e Caselli, 2017).

Come per qualsiasi forma di investimento, il ruolo centrale è svolto dal capitale disponibile. Per finanziare i progetti si utilizzano le stesse forme di capitale di base utilizzate per gli investimenti tradizionali, con la differenza che il capitale dovrà generare un duplice rendimento: quello economico e quello sociale.

Martin (2014) elenca le cinque principali categorie di capitale utilizzate, riassunte in tabella 3.

Tabella 3. Tipologie di capitale

	DONAZIONI	CAPITALE DI DEBITO	CAPITALE DI RISCHIO	DEBITO MEZZANINO	CAPITALE IBRIDO
cos'è?	fondi erogati tipicamente da enti governativi o fondazioni di beneficenza, raramente da aziende e privati.	capitale raccolto mediante la stipula di un finanziamento.	fonte di finanziamento esterno che coinvolge gli azionisti.	combinazione tra capitale di debito e di rischio.	combinazione delle precedenti forme di capitale.
caratteristiche principali	per ottenere il finanziamento è necessaria una proposta o domanda di donazione.	gli investitori diventano creditori dell'azienda.	gli investitori diventano soci dell'azienda.	si compone solitamente di debito subordinato o azioni privilegiate.	le differenti forme vengono destinate a parti differenti dell'azienda.
	l'erogazione è legata ad un progetto specifico, bisogna fare rendicontazione all'erogatore.	gli investitori non ottengono partecipazione nell'azienda.	gli investitori partecipano alla ripartizione degli utili ed al rischio d'impresa.	la titolarità rimane invariata.	esempio : capitale di rischio destinato alla formazione della dirigenza; capitale di debito destinato a finanziare l'acquisto di attrezzature.
	non prevedono piena flessibilità della destinazione del capitale.	viene erogato un rendimento percentuale agli investitori.	gli investitori acquisiscono diritti di voto e di controllo.	pagamento dell'interesse legato ai profitti dell'azienda.	
orizzonte temporale	orizzonte temporale limitato	orizzonte temporale limitato	orizzonte temporale incerto	orizzonte temporale limitato	
prevede rimborso	NO	Sì	NO	Sì	Sì/NO

Fonte: Rielaborazione da *Come rendere appetibile l'impact investing*, Martin 2014.

Nonostante i mercati, soprattutto fino a qualche anno fa, incentivassero la creazione di valore a breve e non a lungo termine, molti investitori hanno iniziato a selezionare gli investimenti non solo per il plusvalore economico che generano, bensì per le pratiche ambientali, sociali e di governance intrinseche all'investimento.

Basandosi su questa pratica, un numero crescente di investitori sta effettuando investimenti con lo scopo centrale di generare un impatto positivo per le persone e per il pianeta, unitamente ai rendimenti finanziari. Le opportunità di investimento possono generare rendimenti per soddisfare le aspettative degli investitori attraverso lo spettro rischio-rendimento.

La crescita dell'Impact investing ha almeno tre cause legate al rendimento (GIIN, 2018):

1. gli investitori dimostrano sempre maggior desiderio di allineare i propri investimenti con i propri valori. L'evoluzione delle norme intorno ai differenti ruoli degli investimenti nella società, e le imposizioni normative rivolte alle aziende mirate alla creazione di investimenti sempre più responsabili, hanno reso più sensibili al tema ESG anche i propri stakeholder;
2. il passare del tempo, che crea storicità dei dati, sta convincendo sempre più gli investitori che i temi ambientale e sociale siano un business profittevole, con la capacità di migliorare la redditività dell'investimento soprattutto nel lungo periodo;
3. gli investitori manifestano il desiderio di allinearsi con i principali quadri globali, in particolare con l'Accordo di Parigi, che ha espressamente richiesto anche al settore privato di finanziare soluzioni che riguardassero sfide ambientali e sociali.

Per garantire una continua crescita degli investimenti ad impatto, il settore Impact investing avrà bisogno di aumentare la professionalizzazione in diversi ambiti, sviluppando un'identità più forte, migliorando la trasparenza in merito alle performance (sia finanziarie che di impatto), sviluppando prodotti per gli investitori che meglio esplichino la duplice finalità del rendimento e rafforzando la consapevolezza generale tra privati ed investitori istituzionali (GIIN, 2018).

2.3 Green, Social e Social Impact Bond: gli strumenti a servizio della finanza sostenibile

A seguito delle nuove tematiche introdotte in materia finanziaria, come la tutela ambientale e sociale, il mercato finanziario ha creato nuovi strumenti che soddisfano la duplice natura del rendimento: economico e d'impatto. Tra questi strumenti, i principali utilizzati per la strategia di Impact investing sono: i Green Bond, i Social Bond e i Social Impact Bond.

2.3.1 Green bond

I Green Bond, o obbligazioni verdi, sono classiche obbligazioni la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente, come l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite, l'uso sostenibile dei terreni ecc. Infatti, i Green Bond sono simili in struttura, rischio e rendimento ad un'obbligazione tradizionale, ma hanno un differente obiettivo di investimento¹⁷.

I Green Bond consentono in finanziamento di vari tipi di progetti con un effetto ambientale positivo, come ad esempio energia, trasporti, gestione di rifiuti e delle acque, controllo dell'inquinamento, uso del suolo e edilizia; la condizione necessaria per considerare green questo tipo di obbligazioni è, infatti, che il ricavato debba essere espressamente destinato a fini ambientali.

L'etichetta *green* rappresenta l'impegno a utilizzare le risorse raccolte dall'emissione in progetti specifici che garantiscano effetti positivi sull'ambiente. Al fine di garantire una definizione comune di *green* condivisa ed accettabile a livello globale, sono stati definiti degli standard: lo standard più noto e comunemente accettato sono i *Green Bond Principles* (GBP) definiti dalla *International Capital Market Association* (ICMA)¹⁸ nel 2014 (ICMA, 2021).

I GBP sono linee guida procedurali adottate su base volontaria da parte degli emittenti e hanno l'obiettivo di rendere trasparente e uniforme il procedimento di emissione delle obbligazioni verdi. Si compongono di quattro componenti fondamentali¹⁹:

1. Utilizzo dei proventi ("*Use of proceeds*"): Tutti i progetti verdi ammissibili designati dovrebbero fornire chiari benefici ambientali, che saranno valutati e, dove fattibile, quantificati dall'emittente. Nel caso in cui tutta o una parte dei proventi siano o possano essere utilizzati per il rifinanziamento, si raccomanda

¹⁷ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>

¹⁸ L'ICMA è un'organizzazione di autoregolamentazione e un'associazione di categoria per i partecipanti ai mercati dei capitali. Associa tutti gli investitori istituzionali operanti sul mercato del *fixed income* sia all'ingrosso che al dettaglio. L'associazione si interessa di questioni regolamentari e normative che incidono sul funzionamento del mercato internazionale dei bond.

¹⁹ Fonte: *Green Bond Principles, Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bond*, ICMA 2021.

che gli emittenti forniscano una stima della quota di finanziamento rispetto al rifinanziamento, definendo quali progetti rifinanziare e le tempistiche di riferimento. Per rendere più fluido il processo, vengono già definite ampie categorie di ammissibilità, quali: mitigazione del cambiamento climatico, adattamento al cambiamento climatico, conservazione delle risorse naturali, biodiversità, prevenzione e controllo dell'inquinamento.

2. Processo di valutazione e selezione del progetto (*"Process for Project Evaluation and Selection"*): l'emittente di un Green Bond deve comunicare chiaramente agli investitori:
 - gli obiettivi di sostenibilità ambientale;
 - il processo mediante il quale l'emittente definisce che il progetto rientri nelle categorie di progetti verdi ammissibili;
 - le informazioni complementari sui processi attraverso i quali l'emittente identifica e gestisce la percezione sociale ed i rischi ambientali associati al progetto o ai progetti in questione.
3. Gestione dei proventi (*"Management of Proceeds"*): incoraggia un alto livello di trasparenza e raccomanda che la gestione dei proventi di un emittente sia integrata dall'utilizzo di un revisore esterno, o altra terza parte, per verificare il metodo di tracciamento interno e l'allocazione di fondi dai proventi del Green Bond;
4. Attività di reporting (*"Reporting"*): gli emittenti dovrebbero rendere disponibili, e mantenere aggiornati, report informativi sull'utilizzo dei proventi, da rinnovare annualmente fino alla completa assegnazione di tali proventi. La relazione annuale dovrebbe includere un elenco dei progetti a cui sono stati destinati i proventi dei Green Bond, come nonché una breve descrizione dei progetti, gli importi stanziati, e il loro impatto atteso.

Come consultabile nella tabella 4, ICMA definisce differenti tipologie di progetti green, assegnando un punteggio per categoria da 1 a 3, in base all'importanza ed alla fattibilità dell'obiettivo da raggiungere.

Tabella 4. Differenti categorie di progetti green

GBP-project categories	Environmental objectives				
	Climate change mitigation	Climate change adaptation	Biodiversity	Natural resource conservation	Pollution prevention and control
Renewable energy	● ● ●			●	●
Energy efficiency	● ● ●				●
Pollution prevention and control				●	● ● ●
Environmentally sustainable management of living natural resources and land use	●	● ●	● ● ●	● ● ●	
Terrestrial and aquatic biodiversity conservation		●	● ● ●	● ● ●	
Clean transportation	● ● ●			●	● ● ●
Sustainable water and wastewater management		● ●	● ●	● ●	● ● ●
Climate change adaptation		● ● ●			
Eco-efficient and/or circular economy adapted products, production technologies and processes	● ●		●	● ● ●	●
Green buildings	● ● ●	●		● ● ●	●

Fonte: Green Project Mapping, ICMA 2019.

L'ICMA, inoltre, definisce anche la tipologia di labelled green bond in base alla forma tecnica di emissione, distinguendo i green bond in:

- green proceeds bond: emessi da aziende o intermediari finanziari, conferiscono al sottoscrittore il diritto al rimborso del capitale spettante agendo sull'emittente qualora non sia onorato l'adempimento dovuto;
- green revenue bond: remunerano l'investitore in base ai flussi di cassa generati dal progetto e sono più rischiosi perché il sottoscrittore non può agire nei confronti dell'emittente qualora non adempia al rimborso;
- green project bond: emessi per finanziare progetti ambientali, il sottoscrittore può chiedere garanzie all'emittente del capitale;

- green securitized bond: emessi per finanziare progetti specifici di diversi emittenti. Rimborsano i sottoscrittori attraverso i flussi di cassa dei progetti.

Per evitare opportunismi nell'utilizzo dei green bond, gli standard comunicativi di tali obbligazioni sono più elevati. A riguardo, l'ICMA (ICMA, 2021) ha aggiunto un ulteriore requisito volontario che riguarda la certificazione di un revisore esterno. Quest'ultimo può utilizzare differenti tipologie di certificazioni verdi:

- second party opinion: un'istituzione esterna con competenze in ambito ambientale, che sia indipendente dall'emittente, fornisce una seconda opinione in merito alla struttura del green bond, alle caratteristiche del progetto ed alla sua adesione ai quattro principi GBP;
- verification: richiesta per garantire la tracciabilità dei flussi d'investimento, la documentazione pertinente, la bontà del progetto ambientale e che i report forniscano informazioni dettagliate e adeguate;
- rating: attribuzione di un punteggio che quantifica quanto green sia l'emissione, similmente al rating di natura finanziaria;
- certification: attestazione rilasciata dall'ente circa l'allineamento dell'emissione a determinati criteri green.

Lo standard di certificazione utilizzato comunemente è quello introdotto da CBI, e prevede che sia possibile ottenere il *Climate Bond Standard* (CBS) implementando una procedura di certificazione che attesti che il progetto ambientale finanziato generi un impatto positivo, in coerenza con l'accordo di Parigi sul clima.

Differentemente dai GBP, la certificazione non fornisce un giudizio sulla bontà dell'investimento verde in termini di impatto ambientale, però rappresenta una garanzia di trasparenza e affidabilità molto considerata dagli investitori.

Affinché un'obbligazione sia definita *green* secondo la CBI²⁰, deve essere certificata secondo lo standard CBS oppure verificata attraverso un revisore esterno tramite la

²⁰ La CBI, Climate Bond Initiative, è un'organizzazione internazionale, senza scopo di lucro, dedicata a mobilitare il mercato obbligazionario globale verso soluzioni che facilitino la transizione ad un'economia a basse emissioni, che evitino l'alterazione del clima.

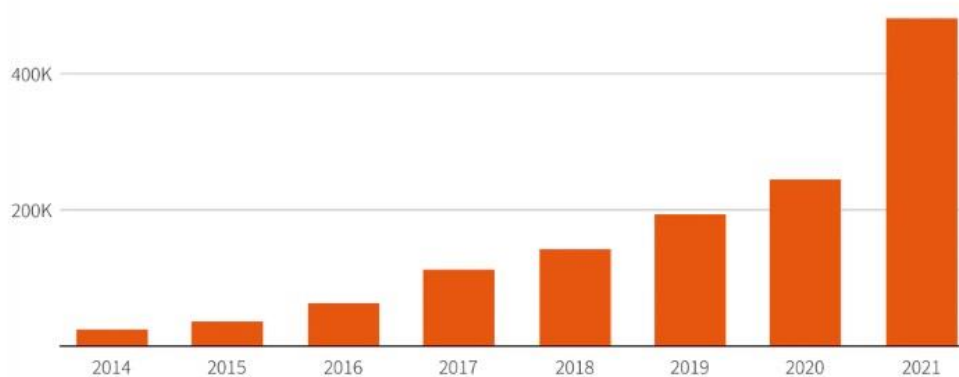
second opinion. Anche senza valutazione il bond può essere incluso nei green, ma deve rispettare gli standard di trasparenza e comunicazione richiesti.

Per concludere, è utile specificare che anche per l'Unione europea il tema ambientale è sempre centrale, soprattutto in seguito agli accordi presi dagli Stati membri in merito alla riduzione delle emissioni. L'Unione europea ha definito i propri obiettivi in materia di energia e clima per il periodo 2021-2030 con il pacchetto legislativo "Energia pulita per tutti gli europei" - noto come Winter package o Clean energy package. Questo pacchetto nasce per dar credito e seguito agli impegni assunti con l'Accordo di Parigi e comprende diverse misure legislative nei settori dell'efficienza energetica, delle energie rinnovabili e del mercato interno dell'energia elettrica. Dalla figura 6 è osservabile la continua ed esponenziale crescita del mercato dei green bond.

Figura 6. Evoluzione dei green bond

Global issuance of green bonds

Proceeds amount in \$ millions



Fonte: www.reuters.com/markets/commodities/global-markets-esg-2021-12-23/.

2.3.2 Social bond

I social bond, come definito da ICMA²¹, sono qualsiasi tipo di strumento obbligazionario i cui proventi vengono impiegati esclusivamente per finanziare o rifinanziare, in tutto o

²¹ <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/social-bond-principles-sbp/>

in parte, nuovi e/o preesistenti progetti sociali, i quali sono allineati con le quattro componenti principali del SBP.

Alcuni esempi di categorie di progetti: le infrastrutture di base (ad es. strutture per la fornitura di acqua potabile), l'accesso ai servizi essenziali (ad es. il servizio sanitario), le abitazioni economiche accessibili, la creazione di posti di lavoro anche tramite finanziamenti e microfinanziamenti alle PMI, la sicurezza e l'igiene alimentare, il progresso e il rafforzamento socioeconomico.

La particolarità di questa tipologia di bond è che implica, da parte dell'emittente, la rinuncia ad una parte del plusvalore generato dal suo investimento a favore di un progetto sociale di una specifica realtà. Oppure, la raccolta obbligazionaria confluisce in un plafond di prestiti a favore di un ente del settore terziario che si occupa della realizzazione di progetti sociali (Gonnella e Cerlenco, 2017).

Come indicato dalla definizione, anche per i Social Bond l'ICMA²² definisce i principi guida, i *Social Bond Principles* (SBP), per definire *social* le emissioni, che sono i medesimi dei green bond:

1. Utilizzo dei proventi ("*Use of proceeds*");
2. Processo di valutazione e selezione del progetto ("*Process for Project Evaluation and Selection*");
3. Gestione dei proventi ("*Management of Proceeds*");
4. Attività di reporting ("*Reporting*").

Sono gli stessi dei green bond ed anche in questo caso garantiscono trasparenza e adeguatezza dell'investimento. Infatti, Gli SBP raccomandano un processo e un'informativa chiari per gli emittenti ed i sottoscrittori per facilitare la comprensione delle caratteristiche dell'obbligazione.

Gli emittenti devono spiegare l'allineamento del loro social bond, o portafoglio di social bond, con i principi SBP, indicando le caratteristiche richieste in un *Social Bond Framework* o nella documentazione legale dell'emissione. Il documento, o framework,

²² Fonte: *Social Bond Principles, Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bond*, ICMA 2021.

deve essere reso disponibile in un formato accessibile a tutti e facilmente consultabile per gli investitori sottoscrittori. Inoltre, l'ICMA raccomanda di inserire nel documento le informazioni rilevanti in ambito di sostenibilità globale della strategia.

Anche nel caso dei social bond, ICMA consiglia e suggerisce l'attività di certificazione per gli emittenti, indicando le stesse quattro modalità riferite alle obbligazioni verdi:

- second party opinion;
- verification;
- rating;
- certification.

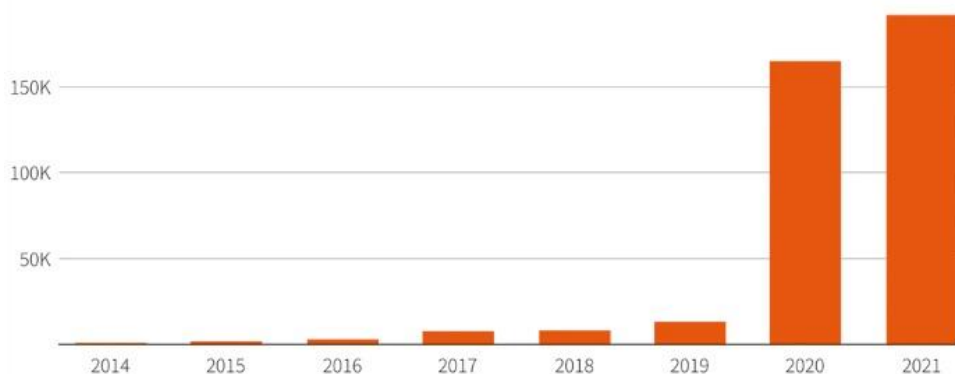
Negli ultimi anni i social bond hanno acquisito sempre maggiore importanza. Nel 2017, Cassa Depositi e Prestiti Spa (CDP) ha quotato il primo social bond sul mercato ExtraMOT di Borsa Italiana, all'interno del segmento dedicato ai green e social bond nato per facilitare gli investitori istituzionali e retail nella ricerca di investimenti volti alla tutela del clima e delle condizioni sociali²³. Come si può analizzare dalla figura 7, il mercato dei social bond ha avuto una forte spinta nel 2017, arrivando nel 2020 a volumi molto importanti, conseguenti all'aumento dell'attenzione posta in materia sociale da parte dei legislatori e come conseguenza della pandemia, che ha posto l'essere umano e la sua esistenza al centro dell'attenzione pubblica.

²³ Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2017/socialbondcdp.htm>

Figura 7. Evoluzione dei social bond

Global issuance of social bonds

Proceeds amount in \$ millions



Fonte: www.reuters.com/markets/commodities/global-markets-esg-2021-12-23/.

Il fatto che un'obbligazione sociale assomigli a un'obbligazione tradizionale attrae gli investitori istituzionali tradizionali più restii all'innovazione in quanto ne riescono a comprendere le caratteristiche. Gli investitori vengono rimborsati allo stesso modo di un'obbligazione corporate, municipale, sovrana o di altro tipo. Inoltre, a differenza delle obbligazioni tradizionali, le obbligazioni sociali hanno rischi limitati, ad esclusione del rischio primario di perdita di tutto il capitale investito: siccome gli investitori sono esposti solo al rischio di credito dell'emittente, non sono esposti ai rischi di un determinato progetto oltre al denaro pagato per acquistare il social bond (Park, 2018).

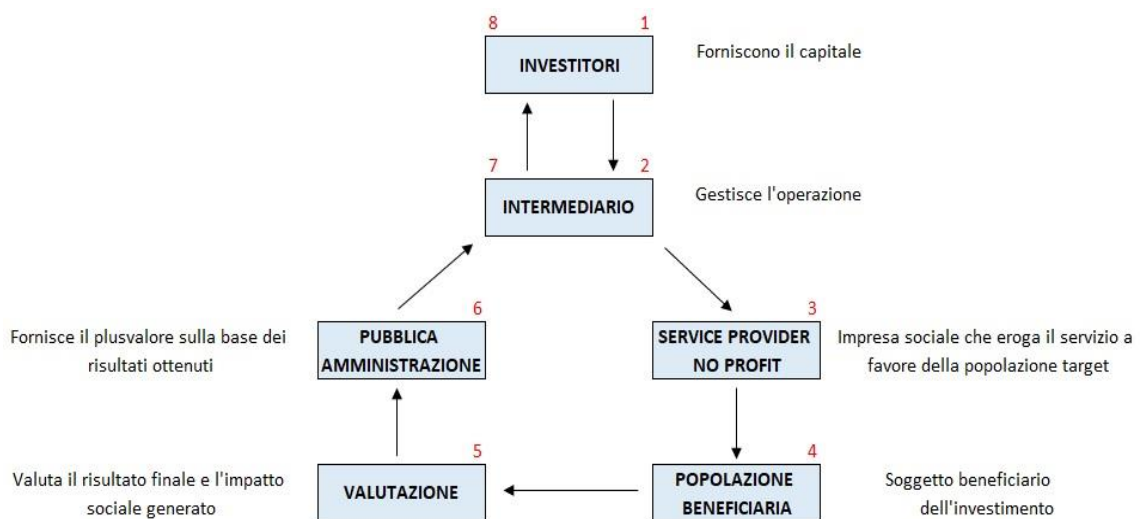
2.3.3 Social impact bond

Un terzo strumento disponibile per la finanza ad impatto è il *Social Impact Bond*. Il Social Impact Bond (SIB) è un contratto di finanziamento che ha l'obiettivo di sostenere, attraverso l'innovazione sociale, un progetto d'investimento il cui impatto, concreto e misurabile, definisce anche la misura del rendimento per l'investitore. Obbligazioni, azioni o strumenti ibridi possono essere utilizzati per il finanziamento, in cui il termine bond ha significato di legame tra investimento e il social impact generato (Del Giudice, 2019).

Altra definizione, rilevante in letteratura, viene data da Barclay e Symons (2013), che definiscono il SIB come un contratto con la pubblica amministrazione, in cui quest'ultima si impegna a pagare a fronte del raggiungimento dei risultati sociali previsti. Sulla base di questo accordo, vengono raccolte risorse dagli investitori che hanno anche un obiettivo sociale. Se l'obiettivo viene raggiunto, gli investitori ricevono risorse dalla pubblica amministrazione: viene infatti restituito l'investimento iniziale più un plusvalore commisurato al grado dei miglioramenti ottenuti.

Nella figura 8 viene descritto il funzionamento di un SIB, con i suoi 4 attori principali.

Figura 8. Funzionamento dei Social Impact Bond



Fonte: Rielaborazione da Del Giudice, 2019.

Gli attori del sistema del SIB possono essere così sintetizzati (Barone, 2019):

- lato della domanda di fondi: gli operatori sociali, in genere organizzazioni no profit, la cui remunerazione non è legata alla riuscita dell'investimento. Infatti, i professionisti che presteranno servizio saranno comunque remunerati, a prescindere dal risultato positivo o negativo del progetto;
- lato dell'offerta di fondi: gli investitori, che attraverso intermediari specializzati cercano di individuare il progetto da finanziare al fine di aumentare la probabilità di ottenere un rendimento finale;

- c) intermediari specializzati: banche etiche, società di gestione di fondi, imprese assicurative ecc., che creano l'unione tra domanda e offerta di fondi. Stipulano un contratto con la pubblica amministrazione e con un valutatore esterno che misurerà le performance raggiunte. L'intermediario specializzato stabilirà le caratteristiche dell'investimento, i risultati attesi e l'ammontare di fondi necessari al finanziamento del progetto. Sulla base di questi dati, la pubblica amministrazione quantifica il risparmio di spesa che ne consegue e determina il rendimento che erogherà in caso di esito positivo dell'investimento sociale;
- d) pubblica amministrazione, stipula un contratto con la società intermediaria. Nel contratto si stabilisce il premio che la pubblica amministrazione pagherà all'intermediario qualora si verifichi l'esito positivo del progetto;
- e) valutatore esterno: misura le performance raggiunte dai fornitori del servizio.

Qualora l'esito positivo non si verifichi, la pubblica amministrazione nega l'erogazione del capitale e dei rendimenti collegati. Per ridurre questo rischio e favorire gli investimenti sociali, la pubblica amministrazione può garantire la compartecipazione all'investimento e/o sgravi fiscali per gli investimenti nel settore (Thornley, Wood, Grace e Sullivant, 2011).

Gli investitori possono, infatti, avere un differente grado di propensione al rischio, inteso come la quantità di rendimento economico cui sono disposti a rinunciare a favore del rendimento sociale. Nel caso di investitori propensi al rischio si parla di investitori che sono disposti ad ottenere un rendimento inferiore a quello di mercato, a favore del rendimento sociale. Caso limite ne è la filantropia, di cui si è parlato nel primo capitolo. Caso contrario, invece, sono gli investitori il cui interesse verso l'impatto sociale è limitato, che hanno come focus primario il rendimento economico.

A differenza dei Green e Social bond, i Social impact bond non sono così diffusi nella pratica quotidiana. Precedentemente è stata analizzata la crescita dei Green bond, costante e continua negli anni, e quella dei social bond, che ha ricevuto una forte spinta nel 2017 grazie anche all'inserimento dei *Social Bond Principles*.

Nel caso dei Social impact bond non è possibile parlare di crescita sul mercato. Infatti, hanno ottenuto un grande successo più in letteratura che pratico. Le motivazioni di questo insuccesso sono dovute principalmente alla struttura del Social impact bond ed alla mancanza di un contratto standard che, come nel caso dei green e dei social bond, riduca i problemi di asimmetria informativa e renda l'investitore più consapevole del progetto, aggiornandolo continuamente e dimostrando l'utilizzo delle risorse e l'andamento del progetto finanziario (Del Giudice, 2019). Altri studiosi, invece, definiscono come causa del poco successo la mancanza di interesse da parte degli investitori istituzionali nel mercato dei Social impact bond (Fraser et al., 2016).

La ragione del mancato successo pratico dei Social impact bond non riguarda, quindi, solo una questione economico-finanziaria, vista la rinuncia ad una parte del rendimento economico a favore di un rendimento sociale, bensì anche la complessità del design contrattuale che rende poco appetibile lo strumento agli occhi degli investitori istituzionali, i quali essendo operatori diffusi sul mercato degli investimenti riducono la diffusione dei Social impact bond.

Uno studio della Manchester Metropolitan University (MMU, 2020) ha analizzato i primi dieci anni di Social impact bond. Da quando è stato lanciato il primo SIB nel Regno Unito, nel 2010²⁴, ne sono stati definiti oltre 200 in tutto il mondo.

Oltre il clima di crisi in cui si sono affermati, post 2008, ed i bisogni e problemi crescenti della popolazione riguardo all'invecchiamento della popolazione, l'aumento delle condizioni di salute a lungo termine come il diabete, alti tassi di disoccupazione per i giovani, un'epidemia di salute mentale e l'instabilità abitativa e lavorativa, i Social impact bond hanno fronteggiato i mercati anche durante la crisi pandemica da Covid-19. La ricerca ha riguardato attori protagonisti sul campo dei Social impact bond, che hanno gestito collettivamente 50 SIB; ad essi è stato chiesto di sviluppare una dettagliata valutazione su almeno 12 SIB del Regno Unito, europei e statunitensi.

²⁴<https://www.socialfinance.org.uk/projects/peterborough#:~:text=In%202010%20Social%20Finance%20Raised,sentenced%20offenders%20leaving%20Peterborough%20prison.>

Anche da questa ricerca è emerso che, nonostante gli investimenti ed i progetti abbiano ottenuto un grande successo, sia per quanto riguarda lo sviluppo sociale che per i rendimenti generati, non è ancora chiaro a tutti il loro contributo all'innovazione sociale. I Social impact bond, infatti, hanno indubbiamente mostrato elementi di innovazione finanziaria ed hanno spesso ampliato l'enfasi sulle prestazioni e sulla responsabilità all'interno del mercato finanziario, ma non è ancora stato definito un modello efficace che possa promuovere l'innovazione dei servizi pubblici (MMU, 2020).

La ricerca conclude che, oltre a rendere meno complicato il meccanismo dei Social impact bond per facilitarne la diffusione, un ruolo importante nel futuro sarà giocato dai governi, che dovranno supportarne la diffusione, siccome è chiaro in letteratura che l'utilità di questi strumenti finanziari va al di là dei loro meccanismi complicati.

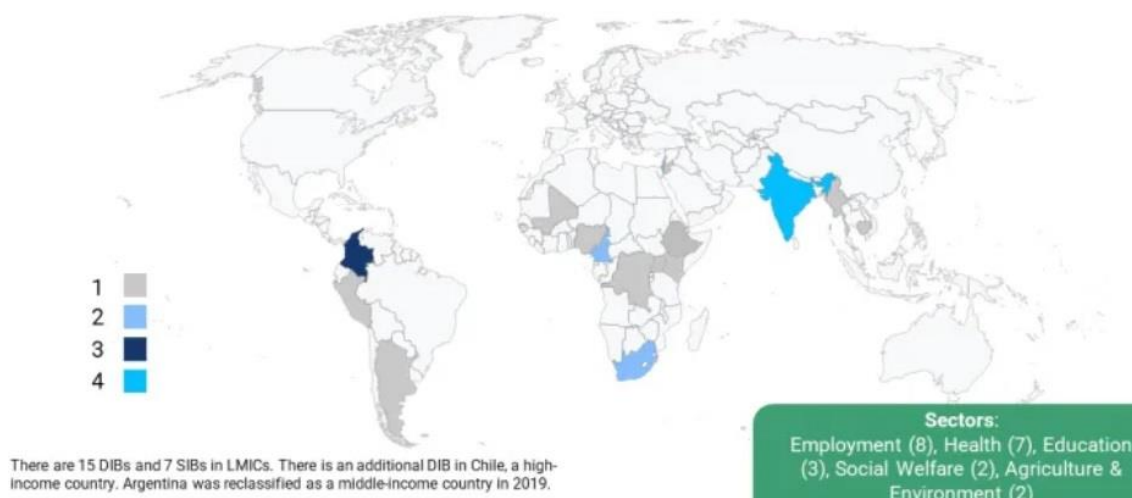
Di seguito, nella figura 9, vengono riportati i dati aggiornati a maggio 2022 in merito alla diffusione dei Social impact bond. Quasi un decimo, 22 SIB, sono stati sviluppati nei paesi in via di sviluppo (fig.10).

Figura 9. Dati aggiornati dei SIB nel mondo



Fonte: www.brookings.edu/research/social-and-development-impact-bonds-by-the-numbers/.

Figura 10. Dati aggiornati dei SIB nei paesi in via di sviluppo



Fonte: www.brookings.edu/research/social-and-development-impact-bonds-by-the-numbers/.

2.4 L'impact investing in Europa: i principi

Il quadro normativo dell'Unione europea è in continuo sviluppo per definire il contesto giuridico degli investimenti sostenibili.

L'obiettivo principale è quello di adottare una struttura, basata sull'associazione con la tassonomia della sostenibilità europea, di componenti fondamentali per le obbligazioni green e social europee. Le caratteristiche degli standard europei vengono indicate nella proposta di Regolamento della Commissione Europea 2021/0191²⁵:

- su base volontaria;
- che migliori la trasparenza, integrità, coerenza e comparabilità dei green e social bond europei;
- che aumenti il flusso di finanziamenti verso progetti green e sostenibili, standardizzando le pratiche di revisione.

Il Green Deal europeo dell'11 dicembre 2019 ha sottolineato la necessità di indirizzare meglio i flussi finanziari e di capitali verso gli investimenti verdi. Il piano di investimenti

²⁵ La proposta di Regolamento europeo 2019/0191 ha fornito un contributo dettagliato per gli EUGBS. Definisce gli obiettivi e le caratteristiche degli European Green Bond.

del Green Deal europeo del 14 gennaio 2020 ha annunciato che la Commissione avrebbe stabilito gli *European Green Bonds Standards* (EUGBS).

Il 16 maggio 2022, gli eurodeputati della commissione per gli affari economici e monetari hanno adottato la loro posizione sul regolamento sui green bond europei, introducendo numerose modifiche alla proposta della Commissione, come di seguito elencato²⁶:

- ampliamento del raggio d'azione: la proposta modificata mira a regolamentare meglio l'intero mercato dei green bond, piuttosto che istituire solo l'etichetta *European Green Bond* (EUGB), e ridurre il cosiddetto "green washing". Vengono introdotti requisiti di trasparenza, compreso l'allineamento con la normativa tassonomica, per consentire agli investitori di confrontare gli EUGB con altri green bond esistenti;
- nuovi requisiti per gli enti beneficiari: per evitare che le aziende *brown* utilizzino l'etichetta EUGB per fingere di essere più ecologiche di quanto non siano in realtà, la proposta modificata richiede che tutti gli EUGB abbiano piani di transizione verificati. Il testo garantisce inoltre che tutti gli emittenti di green bond dispongano di processi per identificare e limitare i principali impatti negativi della loro attività. Infine, vieta a tutti gli emittenti dei paesi che si trovano nella lista grigia o nera dei paradisi fiscali dell'UE di emettere EUGB;
- supervisione più forte: contribuzione a ridurre i conflitti di interesse dei revisori esterni, supportandoli con disposizioni che garantiscano la possibilità di vietare alle aziende l'emissione di EUGB se le regole non sono rispettate. Il testo adottato garantisce inoltre una maggiore pressione del mercato per conformarsi alle regole, garantendo agli investitori un ricorso legale se il mancato rispetto da parte dell'emittente porta al deprezzamento di un green bond;
- maggiore trasparenza per gas e nucleare: si richiedono requisiti di trasparenza più rigorosi quando un emittente vuole destinare i proventi ad attività legate all'energia nucleare o al gas fossile.

²⁶ <https://www.europarl.europa.eu/news/it/press-room/20220516IPR29640/european-green-bond-standard-new-measures-to-reduce-green-washing>

Come si può notare, anche in questo caso l'Unione europea conferma la tendenza degli anni precedenti nel focalizzare la propria attività, sia normativa che progettuale, verso tematiche ambientali e molto meno verso tematiche sociali.

2.5 Greenwashing e Agency problem: i principali ostacoli

La sempre più crescente attenzione posta da parte del mercato finanziario nei confronti di tematiche ambientali ha fatto sì che le aziende ponessero sempre più attenzione a questi temi, sia come figure giuridiche che come insieme di stakeholder. Infatti, questi ultimi, sono sempre più attenti alle pratiche ambientali e sociali per la generazione dei rendimenti. Questo ha portato alla creazione di maggiori opportunità e incentivi a comportamenti approfittatori, sollevando anche in questo ambito problemi già esistenti nei mercati tradizionali: il greenwashing ed il problema di agency.

2.5.1 Greenwashing

Il termine *greenwashing* è stato coniato dall'ambientalista Jay Westerveld nel 1986, quando la combinazione di limitato accesso pubblico alle informazioni e pubblicità apparentemente illimitata e illusoria fatta in modo massivo da parte delle aziende, ha consentito alle aziende stesse di presentarsi come amministratori ambientali premurosi, anche se, nella realtà, applicavano pratiche non sostenibili (Cavallito, Isolio e Meggiolaro, 2017). Aggiungono, inoltre, che applicare principi etici significa ridurre l'universo dei titoli investibili. Per questo, al contrario, molti fondi utilizzano criteri poco stringenti, favorendo la pratica del *washing*.

Molte azioni previste nel Piano d'Azione europeo hanno l'obiettivo di migliorare la qualità delle informazioni per gli investitori, in modo da poter conoscere ogni opportunità riguardo gli investimenti sostenibili. Attraverso l'utilizzo di chiarezza e trasparenza, gli investitori potranno sentirsi incentivati a destinare i propri capitali ad investimenti sostenibili. Precisamente, l'azione "creare norme e marchi" pone l'attenzione su un problema rilevante in caso di finanza sostenibile, ossia la commercializzazione di prodotti definiti "sostenibili", nonostante apportino danni

significativi all'ambiente. Questa pratica è definita "greenwashing", ed è una delle principali cause della diffidenza degli investitori (Corte dei conti UE, 2021).

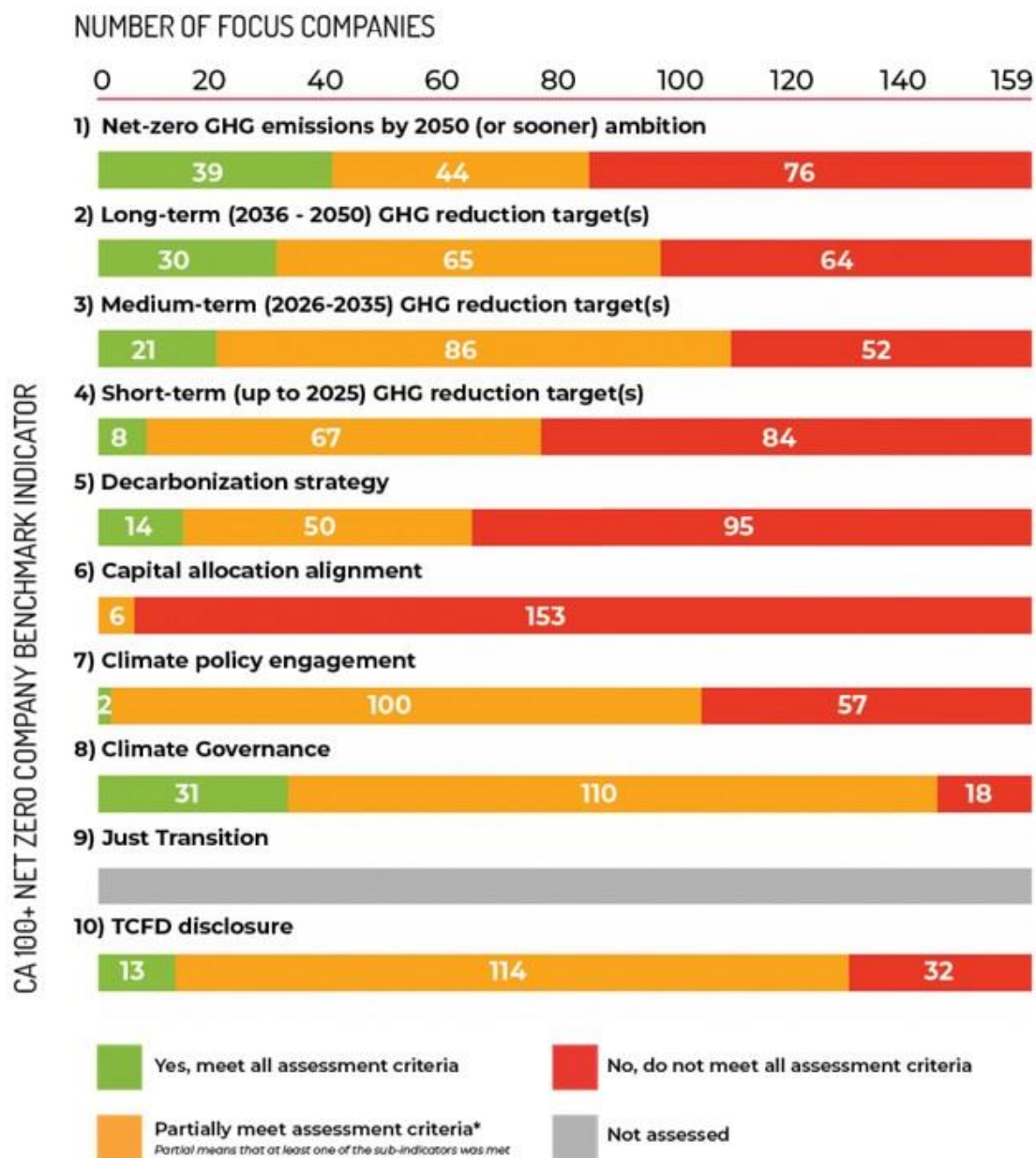
L'inserimento di una sempre più stringente normativa da parte dell'Unione europea, che vede un vocabolario sempre più dettagliato, richiede maggior trasparenza e rendicontazione, standardizzando i prodotti e i requisiti per la definizione "sostenibile" degli strumenti (obbligazioni, fondi ecc.), serve per ridurre la possibilità di azioni di *greenwashing*.

Il rapporto annuale SRI europeo "*European SRI Study 2018*" (Eurosif, 2018) sottolinea che le preoccupazioni per il greenwashing sono il deterrente numero uno per gli investitori interessati a perseguire investimenti sostenibili e responsabili. Insieme alla tassonomia della finanza verde, definita dall'Unione europea, Eurosif si pone l'obiettivo di aiutare gli investitori ad evitare questo problema, e quindi gettare le basi per un mercato finanziario europeo veramente sostenibile (Eurosif, 2018).

Per approfondire, nel marzo 2021 è stato lanciato il Climate Action 100+ Net Zero Company Benchmark²⁷, con l'obiettivo di valutare le reali prestazioni ambientali delle società focalizzate rispetto a tre obiettivi: riduzione delle emissioni, governance e trasparenza delle informazioni. Il benchmark è composto da 159 aziende di tutto il mondo che operano in diversi settori; sono state valutate utilizzando dieci indicatori, tra cui l'ambizione di azzerare le emissioni entro il 2050, le strategie di de-carbonizzazione per eliminare i combustibili fossili e l'allineamento alle politiche climatiche. Nella figura 11 sono riportati i dati.

²⁷ <https://www.climateaction100.org/net-zero-company-benchmark/>

Figura 11. Net Zero Company Benchmark



Fonte: www.qualenergia.it/articoli/tra-dire-e-fare-troppo-greenwashing-delle-aziende/.

Dai dati raccolti ne deriva che, nella gran parte dei casi, le aziende sottoposte alla ricerca hanno definito l'obiettivo come perseguibile, ma le azioni e misure poste in atto sono insufficienti per conseguire lo stesso obiettivo. La presenza di molte linee rosse significa, appunto, che le aziende soddisfano solo parzialmente i diversi sotto indicatori che compongono ciascuno dei dieci indicatori del benchmark. E questo è un esempio di

greenwashing: le aziende dichiarano l'obiettivo, in modo da essere definite sostenibili, ma successivamente non mettono in atto le azioni necessarie a raggiungerlo.

2.5.2 Agency problem

Il problema di agency riguarda i Social impact bond. Deriva dall'*agency theory*, definita da Michael Jensen e William H. Meckling²⁸ come "un contratto in base al quale una o più persone (il principale) obbliga un'altra persona (l'agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente". Questa definizione comprende qualsiasi relazione tra due soggetti in cui uno dei due delega parte del proprio potere all'altro. Il contratto di agency, visto il suo funzionamento, può portare ad avere problemi di agency (fig.12) dovuti al comportamento opportunistico delle parti, che tendono a massimizzare la propria utilità.

In particolare, ci sono due tipi di opportunismo:

- selezione avversa (ex-ante): l'agente fornisce al principale informazioni sbagliate o incomplete. Nel caso dei Social impact bond, in fase di design contrattuale, una delle parti può avere più informazioni dell'altra circa il servizio oggetto di contrattazione (Del Giudice, 2019);
- azzardo morale (ex-post): la controparte ottiene un vantaggio confidando nelle difficoltà o nell'impossibilità da parte dell'altro di verificare tali azioni successivamente. Nel caso dei Social impact bond, la mancanza di una normativa obbligatoria di rendicontazione ex-post può portare le aziende destinatarie dell'investimento sostenibile a dichiarare obiettivi che poi non saranno realizzati. La forma societaria della cooperativa, però, è considerata da alcuni garanzia sufficiente per proteggersi dal rischio di azzardo morale, in quanto la limitazione nella distribuzione di utili costituisce un ostacolo all'estrazione di benefici privati (Del Giudice, 2019).

²⁸ https://it.wikipedia.org/wiki/Modello_principale-agente

Figura 12. Agency problem



Fonte: Elaborazione dell'autore.

Nei problemi di selezione avversa e di azzardo morale si riconosce una delle cause di sviluppo ridotto dei Social impact bond (Van Slyke, 2007). Per limitare il problema di agency e facilitare lo sviluppo dei Social impact bond, è necessario allineare le azioni dell'agente con gli obiettivi del principale, impiegando un mix di incentivi, sanzioni, sistemi informativi e meccanismi di monitoraggio.

CAPITOLO III

LA MISURAZIONE DELL'IMPATTO

3.1 L'importanza della misurazione: the impact value chain

La misurazione o valutazione dell'impatto sociale è una disciplina nata recentemente, in continua evoluzione e standardizzazione, con origini e numerose influenze dal passato. Nasce dalla necessità di valutare le politiche pubbliche sopraggiunta dopo la Seconda Guerra Mondiale, in un contesto di sviluppo delle prerogative dello Stato in materia sociale ed ambientale (Leclair, Neyron e Sibieude, 2021).

Oggigiorno, valutare l'impatto sociale ed ambientale è al centro degli investimenti sostenibili e delle normative comunitarie e nazionali. Misurare l'impatto significa valutare gli effetti che corrispondono all'obiettivo generale, allo scopo dell'azione valutata (da distinguere dai risultati a breve o intermedi).

Questa visione è trascritta nell'*impact value chain*, ovvero la catena di valutazione dell'impatto. Serve a quantificare quanto le risorse e le attività implementate dal progetto generano output, risultati e, in definitiva, impatti (Leclair, Neyron e Sibieude, 2021). Nella tabella 5 viene spiegato il funzionamento dell'*impact value chain*, accompagnato da un esempio.

Tabella 5. Impact Value Chain

LAVORO PIANIFICATO DALL'ORGANIZZAZIONE			RISULTATI PREVISTI/DA VALUTARE	
RISORSE	ATTIVITA'	REALIZZAZIONI	RISULTATI	IMPATTI
Definire le risorse (umane, finanziarie) che consentono l'attuazione delle attività	Pianificare le azioni che consentono di raggiungere gli obiettivi	Realizzazione dei prodotti ottenuti in seguito all'esecuzione delle azioni pianificate	Effetti immediati delle azioni	Conseguenze sociali, economiche e ambientali attribuibili alle azioni poste in atto
<i>Esempio: un'associazione per l'educazione costruisce una nuova scuola in periferia</i>				
50k euro investiti e 5 persone che lavorano al progetto	Acquisto del terreno, progetto del design e costruzione della scuola	Nuova scuola costruita con 50 posti	8 studenti disporranno di un miglior accesso all'educazione	2 studenti che prima non potevano accedere all'istruzione ora potranno farlo

Fonte: Rielaborazione da Leclair, Neyron e Sibieude, 2021.

Esistono differenti metodi di misurazione dell'impatto ambientale e sociale nelle strategie d'investimento ad impatto. Clifford et al. (2013) individuano quattro obiettivi comuni a ciascun metodo:

1. la misurazione dovrebbe essere indirizzata dalla storia dell'intervento e dai bisogni delle organizzazioni che lo realizzano;
2. la misurazione esiste in un mondo reale in cui il contesto di mercato e le dinamiche politiche sono ben definite;
3. la misurazione è variabile a seconda delle diverse aree in cui viene attuata, ma dovrebbe essere sensibile e non essere guidata da esse;
4. gli attori di mercato nei mercati degli investimenti sostenibili influenzano la misurazione.

Tuttavia, imporre rigide strutture di misurazione dell'impatto potrebbe incidere sui risultati ottenuti, vincolando la valutazione solo ad alcuni obiettivi, ignorando il vero impatto sociale ed ambientale, ossia le realtà ambientali e le vite cambiate attraverso i servizi misurati (Clifford et al., 2013).

Quindi, gli autori (Clifford et al., 2013) individuano cinque fattori comuni a tutte queste misurazioni, senza i quali è improbabile che soddisfino pienamente le esigenze degli stakeholder:

1. l'investimento va chiaramente definito, non solo con la sua teoria del cambiamento, ma con una presentazione adattata alla storia che sta cercando di raccontare;
2. deve essere nota la prospettiva del beneficiario, in modo da poter centrare la misurazione in base alle sue esigenze;
3. evidenza di risultati e collegamento casuale tra output e risultati, con l'intenzione di rendicontazione nel tempo;
4. la misurazione può cambiare nel tempo, in base al punto di vista dei beneficiari individuati;
5. i risultati ottenuti dall'analisi vanno collegati alle evidenze organizzative e reali d'impatto dell'investimento.

Si individua, quindi, una duplice finalità della misurazione: una più oggettiva, basata sui dati economici dell'investimento, ed una più reale, in cui si valutano gli impatti effettivi sociali ed ambientali dell'investimento posto in essere. Ne deriva che le differenti metodologie d'impatto debbano essere flessibili ed applicabili a ciascun investimento (fig.13).

Figura 13. Caratteristiche delle metodologie di misurazione dell'impatto



Fonte: Rielaborazione da Clifford et al., 2013.

Si individuano otto caratteristiche che la misurazione deve rispettare affinché sia definita efficace (UE, 2015):

1. pertinente: che derivi e riferisca ai dati in analisi;
2. utile: soddisfi i bisogni informativi di tutti i soggetti coinvolti;
3. semplice: nella sua misurazione e presentazione;
4. naturale: che derivi dalle attività poste in essere nell'iniziativa;
5. certa: nell'ottenimento della misurazione;
6. compresa e accettata: da ogni soggetto coinvolto;
7. trasparente e bene enunciata: chiarezza e trasparenza ricorrono sempre come parole chiave di una corretta informazione;
8. comprovata: che ci siano prove per cui possa essere verificata, con l'obiettivo di migliorarne ogni volta l'implementazione.

La centralità della valutazione dell'impatto è stata sottolineata dall'Unione europea nel periodo post pandemico Covid-19. L'Unione europea ha, infatti, richiesto agli Stati membri di presentare un programma di investimenti per fronteggiare la crisi. Il programma di investimenti che l'Italia ha presentato alla Commissione europea nell'ambito del Next Generation EU, strumento per rispondere alla crisi pandemica, è cosiddetto PNRR, Piano nazionale di ripresa e resilienza. Il PNRR è stato inviato dall'Italia alla Commissione europea ed è stato approvato definitivamente il 13 luglio 2021²⁹.

Nel Piano vengono indicate sei missioni, tra le quali il tema sostenibile ricorre più volte³⁰:

- digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura;
- rivoluzione verde e transizione ecologica;
- infrastrutture per una mobilità sostenibile;
- istruzione e ricerca;
- inclusione e coesione;
- salute.

²⁹ <https://temi.camera.it/leg18/temi/piano-nazionale-di-ripresa-e-resilienza.html>

³⁰ <https://www.lifegate.it/pnrr-piano-nazionale-ripresa-resilienza-spiegazione>

L'obiettivo chiave del PNRR è creare una grande alleanza tra pubblico, privato e impresa sociale per la ricostruzione post pandemia, capace di assicurare protezione sociale diffusa e crescita sostenibile, attivando gli strumenti della finanza generativa e mobilitando le energie più innovative dell'impresa verso gli obiettivi di inclusione sociale e transizione ecologica (Melandri, 2021).

Melandri (2021)³¹ sottolinea come il metodo alla base dell'impact investment possa essere decisivo, in questa fase storica, per assicurare efficacia e riduzione degli sprechi alle politiche di rilancio e recovery. Infatti, continua, i metodi come l'impact investing, definiti pay-by-results, proprio per la centralità che viene data al raggiungimento del risultato, portano la collaborazione tra investitori privati, pubblica amministrazione ed imprese esecutrici dei progetti finanziati ad andare nella stessa direzione: gli investimenti vengono finanziati e remunerati solo se i risultati definiti sono raggiunti.

La logica che ne segue è che la valutazione d'impatto non deve più essere mero strumento di misurazione e controllo degli obiettivi predefiniti, ma strumento al servizio del management, sia nella fase di pianificazione, che di esecuzione, che, successivamente, di controllo.

Melandri (2021) evidenzia, infine, la necessità nel sistema italiano ed europeo di nuovi strumenti di intervento e valutazione standardizzati e chiari a tutti gli operatori, capaci di definire un triangolo strategico di partecipazione tra finanza, imprese private (e imprese sociali) e pubblica amministrazione, lasciando ai privati la possibilità di affiancare lo Stato nell'attuazione delle politiche sociali.

3.2 Rating ESG: target qualitativo europeo

Nel mercato della finanza sostenibile le agenzie di rating svolgono un ruolo fondamentale, in quanto valutano le performance non finanziarie delle società.

³¹ Giovanna Melandri, dal 2018 eletta nel Board of Trustees del Global Steering Group for Impact Investment (GSG), il network mondiale della finanza a impatto, in cui rappresenta l'Italia e l'Europa.

Attraverso le analisi non finanziarie permettono di comparare le performance e valutare l'andamento della sostenibilità delle società quotate.

Tra le principali società che si occupano di analizzare i contenuti non finanziari degli investimenti delle imprese quotate vi sono (Del Giudice, 2019):

- VIGEO-EIRIS: frutto di una fusione tra VIGEO ed EIRIS, è stata acquistata da Moody's che ne detiene il 51%. È una delle agenzie più grandi del mondo e offre un servizio di report e valutazione ESG su circa 4500 società quotate in tutto il mondo;
- MSCI (Morgan Stanley Capital International): uno dei provider di dati ESG più utilizzato al mondo, con una copertura di 7000 società quotate.
- Thomson Refinitiv: anch'essa una delle più grandi società di rating ESG, con copertura attorno alle 7000 società.
- ISS-Oekom: frutto di una fusione tra ISS e Oekom, con una totale copertura odierna di circa 4700 società.
- Sustainalytics: in partnership con Morningstar, si occupa di rating ESG per circa 11000 società.

Il continuo rafforzarsi dell'importanza, da parte delle aziende, di affrontare e di incorporare nei propri investimenti tematiche quali ambiente, attenzione alla società e riconfigurazione del processo di governance (ESG), ha portato le agenzie di rating a definire non più solo rating prettamente patrimoniali, bensì anche rating non finanziari (Walter, 2020).

Nonostante l'analogia tra rating patrimoniali ed ESG, i rating ESG si differenziano da quelli patrimoniali creditizi per due ragioni³²:

1. i rating crediti sono più oggettivi, in quanto misurano variabili direttamente osservabili, come per esempio il fallimento di un'azienda o di un investimento, in un arco temporale definito all'inizio. I rating ESG, invece, analizzano anche grandezze di natura più soggettiva.

³² <https://www.cerved.com/cose-il-rating-esg-o-rating-di-sostenibilita/>

2. Per i rating creditizi esiste una regolamentazione specifica e un'autorità (in Europa l'ESMA) che autorizza l'emissione delle valutazioni. Al contrario, ad oggi, si è in attesa di una regolamentazione univoca in merito alla creazione di rating ESG e, quindi, le principali agenzie di rating ESG hanno sviluppato due differenti metodologie con due approcci di seguito distinti:

- approccio quantitativo, valuta la sostenibilità in base alle performance dell'impresa sulla base dei dati pubblicamente disponibili redatti secondo gli standard internazionali;
- approccio qualitativo, prevede la raccolta dati e informazioni dalle imprese valutate mediante questionari sulle tre dimensioni ESG, successivamente valutati secondo approcci metodologici differenziati.

L'utilizzo dei rating ESG si presta a portare i seguenti vantaggi³³:

- la misurazione delle performance di sostenibilità;
- il miglioramento del posizionamento e della leva commerciale;
- il contenimento del rischio reputazionale;
- il monitoraggio di parametri di efficienza e produttività;
- l'incremento delle opportunità di investimento;
- il possibile miglioramento dei costi di finanziamento.

Per capire il funzionamento delle metodologie utilizzate si prende in analisi la metodologia MSCI e la metodologia Refinitiv.

3.2.1 La metodologia MSCI

La metodologia di MSCI è fondata su una strategia di valutazione duplice in cui vengono considerati sia i rischi che le opportunità connessi alla sostenibilità relativi al settore specifico di appartenenza della società. Effettivamente, ha l'obiettivo di individuare da un lato le esternalità negative collegabili all'attività economica, che potrebbero trasformarsi in costi inattesi nel lungo periodo, e dall'altro le opportunità che possono essere capitalizzate, sempre in un'ottica di lungo periodo (Del Giudice, 2019).

³³ <https://www.cerved.com/cose-il-rating-esg-o-rating-di-sostenibilita/>

In particolare, la metodologia cerca di rispondere alle seguenti domande chiave (Equita, 2019):

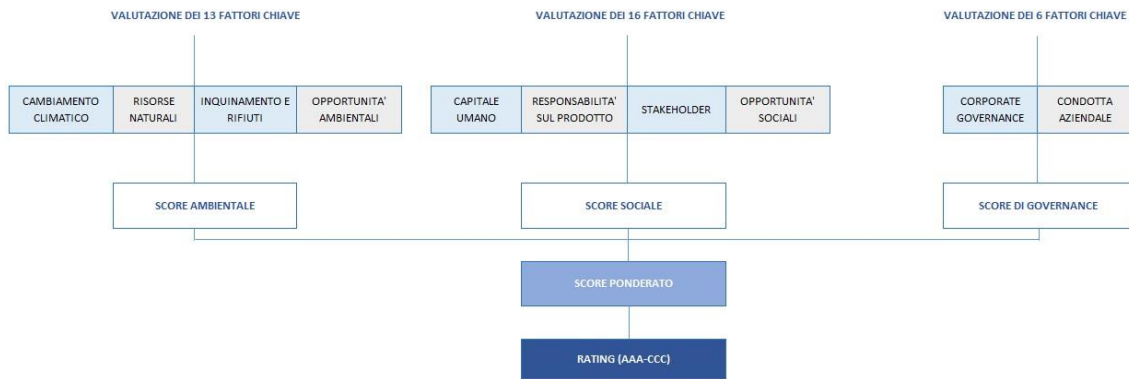
1. quali sono i rischi e le opportunità principali che le imprese devono fronteggiare, riguardo ai fattori ESG, per il proprio settore industriale?
2. qual è l'esposizione di ciascuna azienda a tali rischi ed opportunità?
3. quale gestione viene implementata dalle imprese riguardo a tali rischi ed opportunità?
4. qual è il quadro complessivo dell'azienda e come si posiziona relativamente ai suoi concorrenti?

Il metodo MSCI applica un approccio settoriale, basandosi sulla classificazione GICS³⁴ (Global Industry Classification Standard), integrando un concetto di "ponderazione": infatti, ogni fattore chiave viene ponderato in base a rischi e opportunità relativi al settore d'appartenenza e ognuno dei tre pilastri E,S e G è valutato ai fini della materialità. Nel caso in cui l'azienda necessiti di una specifica ponderazione, i fattori vengono riformulati appositamente per l'azienda. Per garantire una misurazione efficace, a fine di ogni anno viene effettuata una revisione sia dei fattori chiave che dei pesi, solitamente ogni 365 giorni (Equita, 2019).

Ognuno dei tre pilastri E, S e G è composto da molteplici temi, suddivisibili in diversi fattori chiave. Dai singoli temi si diramano le 35 *key issue*: 13 sul lato ambientale, 16 su quello sociale e 6 sulla governance (fig.14).

³⁴ Il GICS è una tassonomia dei settori industriali sviluppata da Morgan Stanley Capital International e Standard&Poor's alla fine degli anni '90 a beneficio della comunità finanziaria globale. Tale classificazione si sviluppa su quattro differenti livelli di granularità crescente dei quali, per il rating ESG, viene utilizzata la più fine, ovvero le cosiddette sub-industry.

Figura 14. La metodologia MSCI



Fonte: Rielaborazione da Equita, 2019, aggiornata rispetto a MSCI, 2022.

Di seguito viene riportata la tabella 6, contenente le *key issue* ESG relative alla metodologia MSCI.

Tabella 6. *Key issue* della metodologia MSCI

3 Pillars	10 Themes	35 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions Product Carbon Footprint	Financing Environmental Impact Climate Change Vulnerability
	Natural Capital	Water Stress Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste Packaging Material & Waste	Electronic Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech Opportunities in Green Building	Opportunities in Renewable Energy
Social	Human Capital	Labor Management Health & Safety	Human Capital Development Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality Chemical Safety Consumer Financial Protection	Privacy & Data Security Responsible Investment Health & Demographic Risk
	Stakeholder Opposition	Controversial Sourcing Community Relations	
	Social Opportunities	Access to Communications Access to Finance	Access to Health Care Opportunities in Nutrition & Health
Governance	Corporate Governance	Ownership & Control Board	Pay Accounting
	Corporate Behavior	Business Ethics Tax Transparency	

Fonte: MSCI, 2022.

Nel calcolo del rating finale, il punteggio ponderato viene normalizzato tenendo conto del settore: si riproporziona lo score sulla base di una media mobile dei punteggi

precedentemente raggiunti dalle aziende del settore in esame, stabilendo il minimo e il massimo in un intervallo compreso tra i due percentili 2,5 e 97,5 (Equita, 2019). Successivamente, la scala dei punteggi normalizzati per settore viene divisa in 7 intervalli, come indicato in tabella 7.

Tabella 7. Scala del rating ESG MSCI

Punteggio normalizzato per settore	Rating
8,6 - 10	AAA
7,1 - 8,5	AA
5,7 - 7	A
4,3 - 5,6	BBB
2,9 - 4,2	BB
1,4 - 2,8	B
0 - 1,3	CCC

Fonte: Rielaborazione di Del Giudice, 2019.

Per determinare il rating complessivo viene considerata la materialità di tutti i fattori chiave. Nell'applicazione dell'approccio MSCI, i rischi e le opportunità vengono considerati materiali relativamente al settore quando è molto probabile che mutino in costi o profitti significativi. L'approccio MSCI individua, quindi, rischi e opportunità materiali per il settore che si sta analizzando attraverso un modello quantitativo che considera intervalli e valori medi per le esternalità come, per esempio, emission intensity, water intensity e tassi di infortunio (Equita, 2019).

Ogni fattore può rappresentare da un minimo del 5% fino ad un massimo del 30% (MSCI, 2022) del rating complessivo. Le ponderazioni vengono fatte considerando il contributo del settore, in relazione agli altri, sia per l'impatto positivo che per quello negativo sull'ambiente, sulla società o sulla governance; inoltre, si tiene conto della materialità dell'orizzonte temporale entro il quale ci si attende che il rischio o l'opportunità si verifichino, come indicato in tabella 8:

Tabella 8. Pesi e tempistica di materializzazione

		Orizzonte temporale atteso	
		breve termine (<2 anni)	lungo termine (>5 anni)
Livello di contribuzione ai fattori ESG	contributo massimo del settore	Peso più alto	
	contributo minimo del settore		Peso più basso

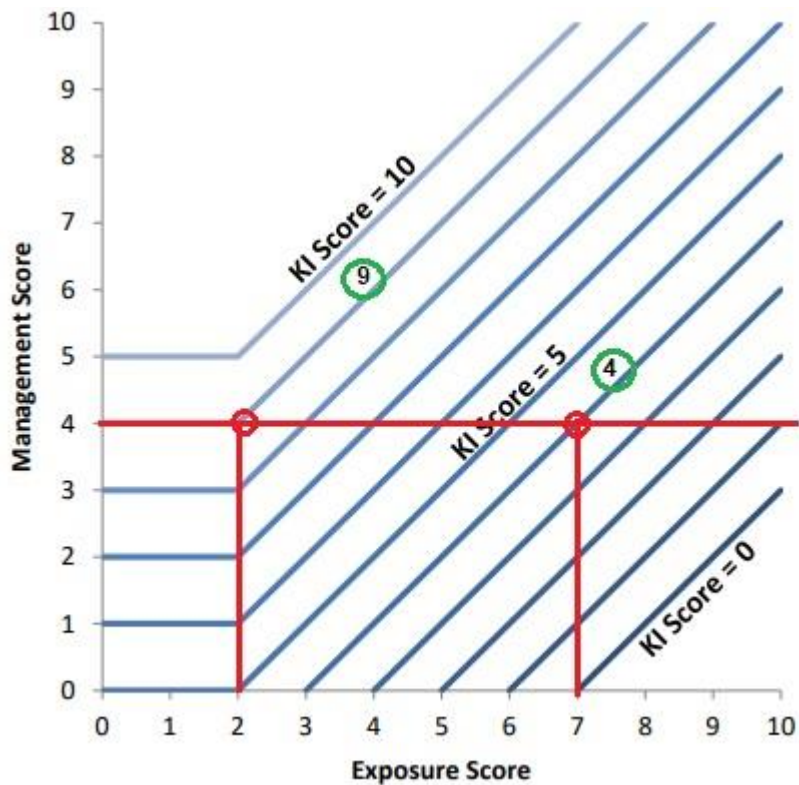
Fonte: Rielaborazione da MSCI, 2022.

Oltre all'esposizione così delineata, la metodologia MSCI valuta anche la capacità dell'impresa di gestire i rischi e le opportunità. Quindi, se due società gestiscono allo stesso modo un rischio a cui sono esposte in maniera differente, attraverso la valutazione si attribuirà un punteggio maggiore a quella che è esposta di meno.

Se, per esempio, si sta valutando la *water intensity* e due aziende dello stesso settore che lavorano in Canada, ricco d'acqua, e in Australia, in cui è presente molta siccità, l'esposizione al rischio specifico legato all'utilizzo della risorsa idrica sarà differente (Del Giudice, 2019). La relazione tra esposizione e gestione dei rischi varia in un range che può assumere valori da 1 a 10, come riportato in figura 15.

Facendo un esempio numerico, si può ipotizzare due aziende con lo stesso punteggio sulla gestione, 4, ma con un'esposizione differente, 2 e 7. La prima avrà un voto sul relativo fattore pari a 9, la seconda pari a 4.

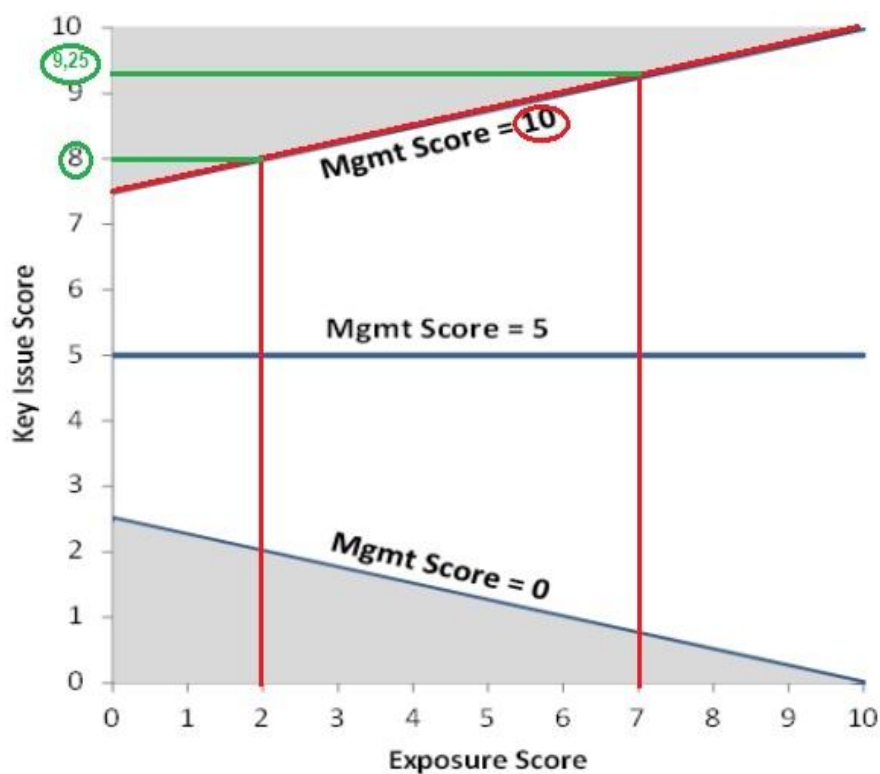
Figura 15. Esposizione del rischio



Fonte: MSCI, 2022.

Come per i rischi, anche le opportunità vengono valutate in un modello incrociato tra gestione del management, ovvero capacità di sfruttare le opportunità, ed esposizione, derivante dall'attività specifica svolta dalla società. Si differenzia dalla valutazione dei rischi in quanto il punteggio della gestione non varia in un range tra 0 e 10 ma ha solo tre valori: 0, 5 e 10. Utilizzando un esempio numerico, con un punteggio di gestione pari a 10, le due aziende con diversa esposizione (2 e 7) avranno un voto complessivo di 8 e 9,25 (come indicato in figura 16).

Figura 16. Esposizione delle opportunità



Fonte: MSCI, 2022.

Infine, la metodologia MSCI tiene conto anche delle controversie, ovvero di episodi relativi ad azioni che hanno sanzionato l'azienda, o hanno portato a denunce pubbliche di comportamenti discriminatori. Questa analisi viene eseguita dall'analista con l'obiettivo di individuare se le controversie sono derivanti da comportamenti strutturali o sporadici, occasionali.

3.2.2 La metodologia Thomson Refinitiv

Thomson Refinitiv utilizza una metodologia che si differenzia da MSCI innanzitutto perché non adotta un approccio rischi/opportunità, ed inoltre per la modalità con cui integra le controversie nel rating.

Riguardo alle controversie, prima compone il rating ESG analizzando i comportamenti aziendali e la rendicontazione disponibile, e successivamente conferma o riduce il punteggio integrando la componente delle controversie (Del Giudice, 2019).

Infatti, Il modello comprende due punteggi ESG (Refinitiv, 2022):

1. Punteggio ESG: misura la performance ESG dell'azienda basata su dati verificabili resi disponibili a tutti.
2. Punteggio ESGC: sovrappone il punteggio ESG alle controversie per fornire una valutazione completa della società riguardo agli investimenti ad impatto ed al comportamento sostenibile nel tempo.

La disponibilità di avere due punteggi complessivi consente, a chi ne deve far utilizzo, di adottare e applicare il rating che meglio soddisfa le proprie richieste, requisiti o criteri d'investimento.

Thomson Refinitiv elabora oltre 630 misure ESG a livello aziendale, di cui un sottoinsieme di 186 viene selezionato perché ritenuto maggiormente significativo. Queste, a loro volta, sono raggruppate in 10 categorie, come riportato in figura 17, che riproducono i tre pilastri ed il punteggio finale ESG, che riflette la performance, l'impegno e l'efficacia che l'azienda pone riguardo ai temi ESG, sulla base di informazioni pubbliche. Infine, le 10 categorie sono raggruppate in tre pilastri rappresentativi dell'ESG: ambiente, società e governance (Refinitiv, 2022).

Il punteggio ESG rappresenta il punteggio di ogni pilastro, che è una somma relativa dei pesi delle categorie. I pesi dei pilastri sono rappresentati da percentuali che variano tra 0 e 100 (0-1 se normalizzati) (Refinitiv, 2022).

Figura 17. Le categorie ed i tre pilastri della metodologia Thomson Refinitiv



Fonte: Refinitiv, 2022.

Le dieci categorie vengono così definite da Thomson Refinitiv (Del Giudice, 2019):

1. utilizzo delle risorse: indica la capacità dell'impresa, e il suo conseguente adattamento, nel ridurre l'utilizzo di materia prime ad alto impatto ambientale, comprese l'energia e l'acqua utilizzate nel processo;
2. emissioni: indica la capacità dell'impresa di adattare la propria attività e ridurre le emissioni di CO2;
3. innovazione: indica la capacità dell'impresa di adattare il proprio processo produttivo a nuove opportunità di business derivanti da processi e tecnologie ecologiche;
4. dipendenti: riflette la capacità dell'impresa nel porre l'attenzione sulla salute dei propri dipendenti, garantendogli un luogo di lavoro sicuro e sano, permettendo a tutti uguali opportunità, senza distinzioni;
5. diritti umani: valuta la capacità dell'impresa di garantire i diritti internazionali a tutti i soggetti coinvolti nella propria attività;
6. comunità locali: misura l'impegno dell'impresa nel porsi come un buon esempio di cittadinanza, proteggendo la salute pubblica e rispettando l'etica del business;
7. responsabilità sul prodotto: riflette le capacità dell'impresa di produrre prodotti innovativi, focalizzando l'attenzione sulla salute e sulla sicurezza dei clienti, sull'integrità e sulla privacy dei dati;

8. gestione aziendale: misura l'impegno e l'efficacia dell'impresa nel seguire i principi di *best practice* in materia di governance aziendale.
9. azionisti: misura quanto l'impresa sia capace di mantenere rapporti sani e fiduciari con i propri azionisti;
10. strategia CSR: misura quanto l'integrazione dei fattori socio-ambientali con quelli economici sia sviluppata e comunicata all'interno dei processi decisionali e dell'attività quotidiana dell'impresa.

Successivamente si incorporano le controversie nel punteggio ESG, arrivando alla definizione del punteggio ESGC che fornisce un punteggio completo della performance ESG della società, sulla base delle informazioni riportate relative ai pilastri ESG, con la sovrapposizione delle controversie ottenute tramite l'analisi di fonti multimediali globali, che forniscono informazioni di dominio pubblico (Refinitiv, 2022).

Il punteggio del rating delle controversie ESG è calcolato sulla base di 23 argomenti ESG di controversia. In caso di uno scandalo, o di un procedimento penale in corso, la società analizzata viene penalizzata, ma l'impatto dell'evento sul rating complessivo può essere rivisto l'anno successivo qualora ci siano stati sviluppi legali.

Si definisce un ordinamento dei rating basato su intervalli di percentili normalizzati, come riportato in tabella 9:

Tabella 9. Scala del rating di Thomson Refinitiv

Intervallo normalizzato	Rating
0,917 - 1	A+
0,834 - 0,916	A
0,751 - 0,833	A-
0,667 - 0,750	B+
0,584 - 0,666	B
0,501 - 0,583	B-
0,417 - 0,500	C+
0,334 - 0,416	C
0,251 - 0,333	C-
0,167 - 0,250	D+
0,084 - 0,166	D
0 - 0,083	D-

Fonte: Rielaborazione da Refinitiv, 2022.

I due rating ottenuti vengono poi combinati per definire l'ESG *combined score*. Si riporta un esempio numerico nella tabella 10.

Tabella 10. Esempio di ESG *combined score*

Scenario	Punteggio controversie ESG	Punteggio ESG	Punteggio ESGC
punteggio controversie > punteggio ESG, i punteggi ESG e ESGC coincidono	1	0,894	0,894
punteggio controversie < punteggio ESG, il punteggio ESGC è una media degli altri due	0,495	0,595	0,545

Fonte: Rielaborazione da Refinitiv, 2022.

3.2.3 I rating ESG nell'Unione europea

Il 4 aprile 2022 l'Unione europea ha pubblicato una consultazione in merito ai temi del rating ESG³⁵. Si legge che la consultazione è mirata ai rating ambientali, sociali e di

³⁵ https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2022-esg-ratings_en

governance (ESG) ed ai fattori di sostenibilità nei rating del credito come parte integrante della rinnovata strategia di finanza sostenibile adottata a luglio 2021.

La consultazione è stata aperta per comprendere meglio il funzionamento del mercato dei rating ESG da parte degli operatori di mercato e, inoltre, definire come le agenzie di rating del credito (CRA) incorporano i rischi ESG nella loro valutazione del merito creditizio.

Attraverso le proprie risposte, i partecipanti al mercato elaboreranno una valutazione d'impatto che potrà portare ad un'iniziativa politica sui rating ESG e sui fattori di sostenibilità nei rating del credito. La finalità di queste azioni è contribuire al raggiungimento degli obiettivi del Green Deal europeo fornendo informazioni di maggiore qualità, su cui investitori, imprese e altre parti interessate potranno basare le proprie decisioni d'investimento.

3.3 Teoria del cambiamento

Un'altra metodologia applicata per la misurazione dell'impatto è la Teoria del cambiamento, che permette di sviluppare *l'impact value chain* mettendo il proprio schema a servizio della finanza sostenibile (AICCON, MASP, UE, 2020).

La Teoria del cambiamento (ToC) è un processo identificato e partecipativo tramite il quale le organizzazioni ed i propri stakeholders pianificano e articolano i propri obiettivi di lungo termine, e identificano le attività necessarie a perseguirli. Queste attività sono rappresentate nei risultati prefissati e vengono illustrate in un modello causale o *results chain* (Centro studi Lang, 2017), come illustrato in figura 18 e 19.

L'implementazione del processo della ToC parte a ritroso, con l'identificazione dell'obiettivo di lungo termine, procedendo poi a ritroso per definire tutti i presupposti necessari e le precondizioni che devono verificarsi. Inoltre, bisogna precisare che non esiste una schematizzazione univoca e rigida della teoria. Multidimensionalità e flessibilità sono le caratteristiche che consentono alla ToC di adattarsi a molteplici ambiti e scopi per i quali è stata finora impiegata, spesso integrati fra di loro.

Figura 18. Un esempio di Theory of Change dell'associazione "Save the Children"



Fonte: www.savethechildren.it/blog-notizie/cos%3%A8-la-teoria-del-cambiamento-e-come-la-applichiamo.

Figura 19. Un esempio di Theory of Change dell'associazione "Red Noses"³⁶



Fonte: www.rednoses.eu/who-we-are/our-theory-of-change/.

³⁶ Associazione internazionale no profit, di origine austriaca, che supporta i bambini ricoverati in pediatria.

Nonostante la difficoltà nel definire un periodo preciso in cui è nata la “Theory of Change”, è possibile collocarne le origini alla fine degli anni ’50, con le prime analisi dei modelli logici che introducevano il rapporto causale “input-attività-output-outcome” (Centro studi Lang, 2017). Più precisamente, è possibile collocare la nascita al modello “*Four Levels of Learning Evaluation Model*” di Kirkpatrick. Ulteriori progressi ed evoluzioni hanno incluso il CIPP (context, input, process and products) di Daniel Stufflebeam e le strutture logiche ampiamente utilizzate (logframe) o modelli logici che stabiliscono catene causali solitamente costituite da input, attività, output e risultati relativi ad obiettivi di lungo periodo³⁷.

Successivamente, la logica della ToC iniziò ad essere affiancata alle teorie di valutazione dell’impatto: gli accademici posero in luce le difficoltà della valutazione di un cambiamento quando non fosse chiaramente dichiarata la ratio di tale cambiamento e gli obiettivi finali del progetto (Centro studi Lang, 2017).

Il termine “*Theory of change*” venne definito nel 1995 grazie ad uno studio di Carol Weiss et al.³⁸, che evidenziarono il bisogno di definire chiare ipotesi interconnesse alla base di un progetto e di delineare la mappa del cambiamento passo dopo passo, per permettere al valutatore di misurare l’impatto generato in qualsiasi momento.

Il lavoro dell’autrice diede la spinta decisiva alla Theory of Change, che iniziò ad essere implementata come metodologia per definire gli obiettivi di breve termine del progetto, delineare le attività e gli outcome necessari al perseguimento di tali obiettivi e la definizione di una struttura di misurazione per verificare l’effettivo conseguimento degli obiettivi prefissati (Centro studi Lang, 2017).

³⁷ <https://www.theoryofchange.org/what-is-theory-of-change/toc-background/toc-origins/>

³⁸ “*New Approaches to Evaluating Community Initiatives: Concepts, Methods and Contexts*”, Weiss et al, 1995. <https://www.poverty-action.org/sites/default/files/publications/Resources-for-Theory-of-Change-and-Program-Design.pdf>

La diffusione del modello ToC è proseguita negli anni e si è ramificata tra imprese sociali, associazioni no profit, fondazioni ed agenzie governative: EuropeAid³⁹ ha definito la nuova matrice *Logical Framework*⁴⁰, riportata in tabella 11, che, seppur non si riferisca direttamente alla ToC, ne riprende le logiche.

Tabella 11. Matrice Logical Framework EuropeAid

	DESCRIZIONE DEL PROGETTO	INDICATORI	FONTI DI VERIFICA	ASSUNZIONI
OBIETTIVI GENERALI				
FINALITA'				
RISULTATI				
ATTIVITA'		DESCRIZIONE	COSTI	
				PREREQUISITI

Fonte: Rielaborazione da Barbera, 2014.

La matrice è formata da quattro colonne e quattro righe:

- le colonne individuano le finalità del progetto, chiariscono il rapporto di causa ed effetto, e specificano i presupposti e le importanti incertezze o debolezze del progetto che il responsabile della progettazione non può controllare.
- le righe riferiscono agli effetti e alle risorse utilizzate dal progetto, facendo riferimento a specifici indicatori chiave ed alle fonti per cui gli indicatori possono essere verificati.

Si identifica facilmente il forte legame presente tra la *Theory of change* ed il *Logical Framework*. È possibile individuare una continuità logica tra i due strumenti, in un modello che segue la linea causale da piccolo a grande, da breve a lungo periodo, come riscontrabile in figura 20. Al contrario, i due strumenti hanno due finalità differenti. Il

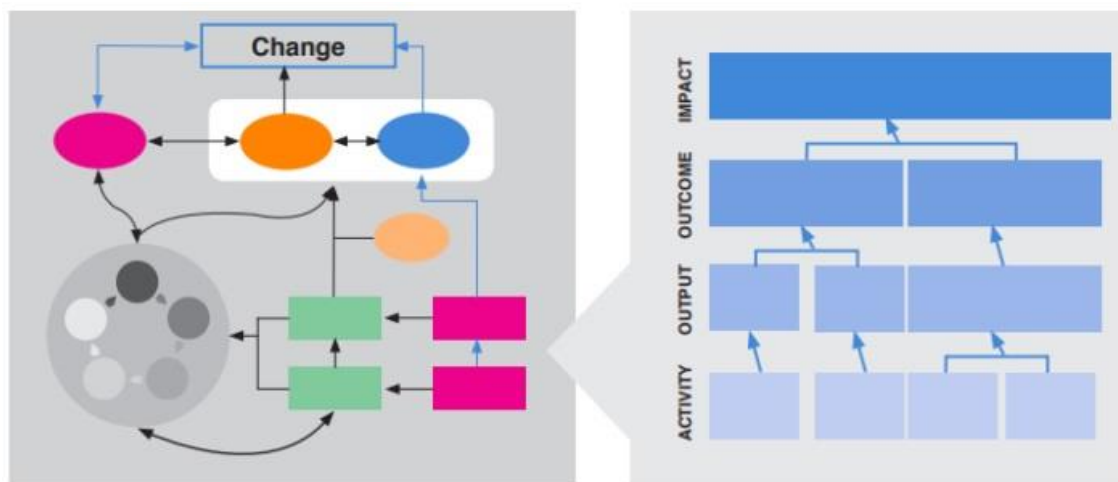
³⁹ EuropeAid è la Direzione Generale per lo Sviluppo e la Cooperazione della Commissione europea. Nata a gennaio 2001, la missione di EuropeAid consiste nel rendere effettivi gli strumenti destinati all'aiuto esterno della Commissione europea, i quali sono finanziati dal bilancio della CE e dal Fondo europeo per lo sviluppo regionale.

⁴⁰ <https://www.info-cooperazione.it/2015/10/cosa-cambia-nel-nuovo-quadro-logico-di-europeaid/>

Logical Framework è definito nel suo uso operativo, come strumento obbligatorio per la partecipazione ai bandi e come base per impostare, attraverso indicatori osservabili, un sistema di monitoraggio e di valutazione del progetto specifico.

Più semplicemente, il Logical Framework è uno strumento che permette di focalizzarsi su un singolo collegamento previsto dalla Theory of change, descrivendo nel dettaglio risorse, attività e risultati previsti necessari per raggiungere l'impact desiderato (Elevati, 2016).

Figura 20. ToC a confronto con Logical Framework



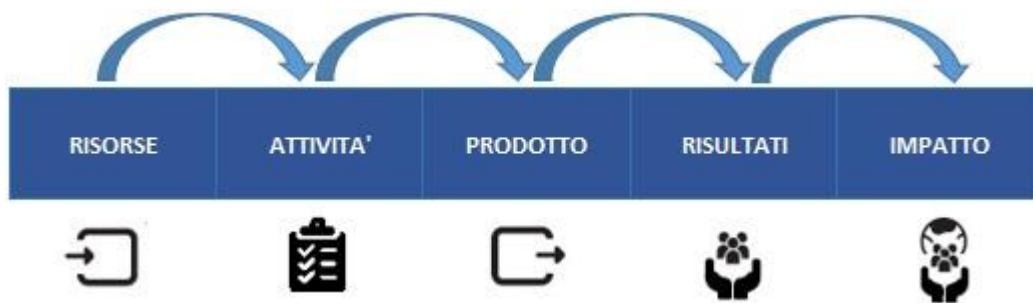
Fonte: Elevati, 2016.

Come spiegato in precedenza, lo sviluppo della Theory of change vede, negli ultimi anni, la sua applicazione alla valutazione degli investimenti ad impatto. Essendo che la misurazione dell'impatto risulta fondamentale nell'impact investing, con l'affermarsi di tali strategie è nato il bisogno di valutare le performance dei soggetti la cui principale finalità è la creazione di un beneficio sociale. In merito a questo, nel 2019, sono state pubblicate le *“Linee guida per la realizzazione di sistemi di valutazione dell'impatto sociale delle attività svolte dagli enti del Terzo Settore”*⁴¹.

⁴¹ Ministero del lavoro e delle politiche sociali, DM 23/07/2019. <https://www.lavoro.gov.it/documenti-e-norme/normative/Documents/2019/DM-23072019-Linee-guida-realizzazione-sistemi-valutazione-impatto-sociale-attivitavolte-dagli-ETS.pdf>

Tra le diverse metodologie, la Theory of change si presenta come un approccio capace di accompagnare le organizzazioni nel focalizzare il proprio intervento con l'obiettivo di misurare e migliorare l'impatto creato, limitando le inefficienze e gli sprechi individuati e valorizzando le relazioni con i propri portatori di interesse.

Figura 21. L'applicazione della Theory of Change all'impact investing



Fonte: Rielaborazione da AICCON, MASP, UE, 2020.

Come emerso dalla figura 21, nella rappresentazione della ToC per valutare l'impatto degli investimenti sostenibili si individuano cinque differenti categorie d'azione:

- Risorse: sono l'insieme dei fattori umani, economici e tecnici necessari alla realizzazione di un progetto d'impatto;
- Attività: azioni e processi finalizzati a trasformare le risorse in prodotti;
- Prodotto: risultato tangibile o intangibile delle attività realizzate;
- Risultati: conseguenze, intenzionali o meno, positive o negative, generate nel medio termine;
- Impatto: risultato prodotto dall'intero progetto che perdurerà nel lungo periodo⁴².

3.4 Social Return on Investment Analysis (SROI)

Il Social Return on Investment (SROI) è un approccio per la valutazione e rendicontazione del valore generato da un investimento ad impatto; la finalità di questa metodologia è individuare nella misurazione dell'impatto costi e benefici integrando quelli sociali, economici ed ambientali (The SROI network, 2012).

⁴² <https://www.csrnatives.net/post/la-teoria-del-cambiamento-per-valutare-l-impatto-sociale>

Sviluppato dal Roberts Enterprise Development Fund negli Stati Uniti e testato dalla New Economics Foundation nel Regno Unito (University of Birmingham, 2012), l'analisi attraverso l'utilizzo di SROI si basa su principi contabili e finanziari che assegnano valori monetari ai rendimenti sociali e ambientali per dimostrare una più ampia creazione di valore (University of Birmingham, 2012).

Si persegue, attraverso l'utilizzo dello SROI, la finalità di misurare il cambiamento spiegandone ogni fase, a partire dalla creazione, proseguendo con la misurazione degli outcome sociali, ambientali ed economici, utilizzando valori monetari. Ciò permette di calcolare un valore che rappresenta il rapporto tra benefici e costi. Per esempio, un valore di 3:1 indica che un investimento di € 1 genera € 3 di valore sociale.

È importante precisare che, nonostante lo SROI sia una misura analitico numerica, utilizza come unità di misura il denaro solo perché è una forma condivisa di attribuzione di valore (The SROI network, 2012).

Un'analisi SROI può assumere diverse forme: può focalizzarsi sul valore sociale generato dall'intera organizzazione, oppure valutare solo uno specifico aspetto di un progetto di tale organizzazione.

Essendo nato dallo sviluppo della contabilità, si basa su sette principi simili a quelli contabili (UE, 2015):

1. Coinvolgere i soggetti interessati;
2. Comprendere che cosa cambia;
3. Valutare le cose che contano (per i soggetti interessati);
4. Includere solamente quello che è essenziale e tangibile (questo costituisce una differenza rispetto al parere dei soggetti interessati);
5. Non sovrastimare;
6. Essere trasparenti (spiegare chiaramente come si è giunti alla risposta, rivelando anche incertezze riguardanti le prove o supposizioni).
7. Verificare i risultati (sulla base di principi di ricerca validi).

Anche in questo caso la materialità è concetto fondamentale: si riprende un fondamento di contabilità che definisce che l'informazione è materiale se ha la capacità d'influenzare le decisioni dei lettori o degli stakeholder. Un'informazione è materiale, se la sua mancanza nell'analisi SROI compromette la corretta rappresentazione delle attività dell'organizzazione. Per trasparenza, i giudizi sulla materialità dovrebbero essere documentati per dimostrare i motivi per cui l'informazione è stata inclusa o esclusa (The SROI network, 2012).

In generale, la metodologia SROI descrive come viene creato il cambiamento, permettendo la creazione di un valore monetario esplicativo di quel cambiamento, che permette di misurare i risultati sociali generati, in relazione al costo sostenuto per il raggiungimento degli stessi (Lombardo et al., 2019).

Per individuare tale valore, viene applicata la seguente formula:

$$SROI = \frac{\text{valore attuale netto dei risultati}}{\text{valore attuale netto dell'investimento}}$$

Nell'implementazione dell'analisi SROI si seguono sei fasi (The SROI network, 2012):

1. Definire il confine d'analisi, identificando i principali stakeholder coinvolti: al fine di condurre un'analisi utile alla valutazione dell'impatto, bisogna definire chiari confini rispetto a ciò che l'analisi dovrà valutare, chi sarà coinvolto nel processo e come.
2. Mappare gli outcome: disegnare una mappa dell'impatto, coinvolgendo gli stakeholder, in cui vengano indicati input, output e outcome.
3. Definire gli outcome e attribuire loro un valore monetario: ricerca di dati per mostrare se gli outcome sono stati raggiunti, per poi valutarli.
4. Definire l'impatto: è necessario definire i cambiamenti che sono avvenuti grazie al progetto e quelli che, invece, sarebbero comunque accaduti a causa di altri fattori.
5. Calcolare lo SROI: consiste nella somma di tutti i benefici, la sottrazione dei valori negativi e la comparazione tra risultato e investimento. Questo è il momento in cui è possibile verificare la sensibilità dei risultati.

6. Restituire, utilizzare ed integrare: rendere disponibili i dati della valutazione agli stakeholder, rispondendo alle loro domande e integrando i differenti processi per ottenere informazioni verificate.

Nel processo di mappatura degli outcome è possibile utilizzare la Theory of change per l'individuazione di input, outcome ed output. Queste metodologie, infatti, vengono spesso utilizzate congiuntamente, al fine di ottenere una valutazione chiara, trasparente e più diretta possibile, e che sia facilmente fruibile per tutti gli stakeholder.

Con lo SROI, il tentativo di quantificare l'impatto sociale si è concretizzato in un percorso che ha l'obiettivo di quantificare e qualificare il valore sociale portato dal progetto, ma anche quello economico ed ambientale. La ricerca in questo campo è in continua evoluzione.

Lo dimostra la fondazione, nel 2015, di Social Value Italia, un'associazione che ha la finalità di promuovere la diffusione della cultura di valutazione d'impatto del Terzo settore, dei privati e della pubblica amministrazione (Gonnella e Cerlenco, 2017).

3.5 Cost Benefit Analysis (CBA)

La *Cost Benefit Analysis* (CBA) è un metodo di valutazione sistematico, utilizzato dalle aziende per valutare quali progetti e/o investimenti attuare e quali no. Si sommano i potenziali risultati attesi, da cui si sottraggono i costi totali associati all'implementazione del progetto. Alcuni consulenti o analisti creano anche modelli per assegnare un valore in dollari anche ad oggetti immateriali ed alla valutazione di situazioni intangibili⁴³.

La CBA nasce, per gran parte del suo schema valutativo, da Jules Dupuit nel 1840. Dupuit è stato l'ingegnere capo della città di Parigi, per poi successivamente diventare ispettore responsabile della costruzione di strade e ponti nella città di Parigi. Ha contribuito all'economia introducendo il concetto di utilità relativa. Utilizzò un'analisi costi-benefici

⁴³ <https://www.investopedia.com/terms/c/cost-benefitanalysis.asp>

per la definizione dei ponti a pedaggio e la presentazione del calcolo numerico di costi e benefici di un canale (Koopmans, Mouter, 2020).

Con l'US Flood Control Act⁴⁴ del 1936 si iniziò ad applicare su larga scala la CBA, siccome si rese obbligatorio il suo utilizzo per i progetti di controllo delle inondazioni. Nel 1950 furono pubblicate le linee guida applicative.

Successivamente, dopo il 1960, l'uso della Cost Benefit Analysis divenne obbligatorio negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito per determinate politiche e progetti.

Intorno al 1970 l'OCSE, l'ONU e la Banca Mondiale adottarono formalmente la CBA.

Dal 1980 in poi, negli Stati Uniti, l'applicazione del criterio di efficienza costi-benefici viene richiesto per tutte le normative con un impatto sostanziale (Koopmans, Mouter, 2020).

Nell'implementazione della CBA, la parte più complessa è l'assegnazione di un valore economico, in moneta, a costi e benefici intangibili, astratti e di lungo periodo. Per utilizzare l'analisi costi-benefici nella valutazione di un progetto sostenibile, l'azienda deve seguire le seguenti nove fasi (Fodor, 2012):

1. Decidere quali benefici e costi verranno presi in considerazione per la valutazione;
2. Scegliere quali alternative includere nella valutazione;
3. Specificare tutti i possibili impatti, ordinandoli ed attribuendogli un valore;
4. Definire una previsione degli impatti;
5. Monetizzare gli impatti;
6. Calcolare il rapporto costi e benefici;
7. Riassumere l'analisi costi e benefici;
8. Analizzare la sensibilità del progetto a cambiamenti indesiderati.
9. Selezionare l'alternativa che fornisce il miglior beneficio sociale netto.

⁴⁴ L'US Flood Control Act è stato un atto del Congresso degli Stati Uniti firmato in legge dal presidente Franklin Delano Roosevelt il 22 giugno 1936. Autorizzava progetti di ingegneria civile come dighe, argini e altre misure di controllo delle inondazioni attraverso il Corpo degli ingegneri dell'esercito degli Stati Uniti e altre agenzie federali.

La letteratura di più recente sviluppo raggruppa parte delle fasi sopra elencate e ne definisce 5 principali (KPMG, 2021), riportate in figura 22.

Figura 22. Le fasi della CBA



Fonte: Rielaborazione da KPMG, 2021.

Nonostante la sua nascita negli Stati Uniti, la Cost Benefit Analysis si è sviluppata anche nell'Unione europea, che ne ha previsto l'applicazione con l'entrata in vigore delle direttive che richiedono l'esecuzione di un'analisi costi-benefici in caso di grandi investimenti (Fodor 2012).

Con la definizione della politica di coesione dell'Unione europea⁴⁵, sono stati definiti gli obiettivi di crescita, sviluppo e occupazione cui mira l'UE, integrandoli con quelli contenuti nella Strategia Europa 2020. In generale, la strategia applicata dall'UE è quella di selezionare i progetti di miglior qualità, con un rapporto qualità-prezzo vantaggioso, e che abbiano un significativo impatto sulla crescita dei Paesi Membri (UE, 2014).

In questo quadro, si richiede la Cost Benefit Analysis esplicitamente, come base per il processo decisionale sul cofinanziamento dei grandi progetti inclusi nel programma operativo del Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR) e del Fondo di coesione. Lo scopo dell'implementazione della CBA è quello di facilitare una più efficiente allocazione

⁴⁵ La politica di coesione è la strategia dell'Unione europea per promuovere e sostenere lo "sviluppo armonioso globale" dei suoi Stati membri e delle sue regioni.
https://ec.europa.eu/regional_policy/en/2021_2027/

delle risorse, dimostrando la convenienza per la società di un progetto piuttosto che di possibili alternative (UE, 2014).

La scelta, da parte dell'Unione europea, di utilizzare la Cost Benefit Analysis come metodologia di valutazione è derivante da alcune proprietà della CBA poste in luce dalla stessa UE, e riportate di seguito (UE, 2014):

1. Costo-opportunità: definito come il potenziale guadagno derivante dalla migliore alternativa persa, quando è necessario scegliere tra diverse alternative che si escludono a vicenda. La logica sottostante sta nell'osservazione che le decisioni di investimento prese sulla base di motivazioni di profitto e meccanismi di prezzo portano, in alcune circostanze, a risultati socialmente indesiderabili. Al contrario, se gli effetti di un progetto sono calcolati tenendo conto sia dei costi che delle opportunità, il rendimento calcolato è una misura adeguata del contributo del progetto al benessere sociale.
2. Prospettiva a lungo termine: Viene adottata una prospettiva a lungo termine, che va da un minimo di 10 a un massimo di 30 anni, a seconda del progetto.
3. Indicatori di performance in termini monetari: l'analisi CBA si basa su un insieme di predeterminati obiettivi di progetto, dando valori monetari sia ai costi che ai benefici totali. La performance complessiva è misurata da indicatori, ovvero l'Economic Net Present Value (ENPV), espresso in valore monetario, e il tasso di rendimento economico (ERR), consentendo la comparabilità e la classificazione dei diversi progetti valutati.
4. Approccio microeconomico: consente una valutazione complessiva dell'impatto del progetto, individuando gli effetti sia diretti che indiretti.
5. Approccio incrementale: si confronta lo scenario che si potrà sviluppare con l'implementazione del progetto con lo scenario controfattuale, senza il progetto.

3.6 Economic Impact Analysis (EIA)

L'*Economic Impact Analysis* (EIA) è un'ulteriore metodologia di valutazione dell'impatto, importante strumento di analisi per il processo decisionale, che fornisce una misura del raggiungimento degli obiettivi strategici, integrando l'analisi dell'efficienza e della

fattibilità finanziaria. L'EIA è utile per mostrare gli impatti su posti di lavoro, reddito, costi operativi, produttività e competitività e la loro distribuzione tra industrie, regioni e nel tempo⁴⁶.

Infatti, l'*Economic Impact Analysis* integra la *Cost Benefit Analysis*, siccome permette di sviluppare anche la valutazione dei benefici economici. Gli investimenti ad impatto, benché siano mirati allo sviluppo di tematiche ambientali e sociali, non solo economiche, hanno comunque anche un risvolto finanziario, sono un compromesso percepito tra il raggiungimento degli obiettivi sostenibili e la performance finanziaria dell'azienda, integrando benessere economico e ritorno sociale (KPMG, 2021).

L'EIA è fondata su principi ed intuizioni economiche che ricollegano la misurazione ad effetti economici non solo direttamente collegati ad effetti diretti (KPMG, 2021):

- Moltiplicatori: la spesa di un'azienda per beni e servizi, nonché per le buste paga, viene successivamente rispesa da fornitori e dipendenti;
- Impatti indiretti: quando l'azienda A acquista beni o servizi dall'azienda B, l'azienda B può aumentare la propria spesa. Quindi, tale spesa avvantaggia i fornitori che fanno affari con l'azienda B.
- Impatti indotti: con più assunzioni da parte delle aziende, i consumatori possono spendere di più, a loro volta a vantaggio delle aziende stesse.

La metodologia EIA può essere utilizzata da qualsiasi organizzazione, fondazione o impresa sociale che desideri comprendere in che modo le sue attività influiscono sulla comunità. Essa, infatti, aiuterà il valutatore a rispondere alle seguenti domande⁴⁷:

1. Quanto è importante questo progetto per l'economia locale?
2. Di quale tipo di investimento necessiterebbe l'economia locale?
3. Quanti posti di lavoro saranno interessati da un cambiamento nell'economia?
4. In che modo un cambiamento influenzerà l'economia locale?

Si definiscono i seguenti obiettivi della metodologia EIA (KPMG, 2021):

⁴⁶ <https://www.ebp-us.com/en/topics/economic-impact-analysis/economic-impact-analysis>

⁴⁷ <https://extension.umn.edu/research-communities/economic-impact-analysis>

1. Determinare l'impatto di un investimento pianificato, come l'apertura di un nuovo impianto o struttura.
2. Valutare l'impatto di incentivi fiscali, creazione di posti di lavoro o sovvenzioni per infrastrutture e altri incentivi per informare stakeholder e regolatori.
3. Determinazione degli effetti di una specifica normativa o regolamento.
4. Migliorare la reputazione di un'azienda grazie a una maggiore visibilità del proprio contributo economico totale.
5. Fornire alle autorità di regolamentazione e alle altre parti interessate un quadro completo del contributo fiscale di un'azienda, compresi gli effetti a catena, indiretti, sopracitati.

L'implementazione congiunta di due strategie, quali la Cost Benefit Analysis e l'Economic Impact Analysis, porta le aziende a poter comunicare in modo chiaro e trasparente le finalità, gli impegni finanziari e gli obiettivi desiderati di un progetto sostenibile. Per far sì che l'utilizzo di queste strategie sia il più efficace possibile, è molto importante che l'azienda abbia ben chiari i propri obiettivi sostenibili, affidi lo svolgimento delle attività definendo le responsabilità di ciascun soggetto coinvolto, confronti le differenti alternative di investimento e tenga continuamente informati i propri stakeholder, attraverso un'azione di reporting continua e trasparente. Si esplicano più direttamente tali obiettivi in figura 23.

Figura 23. Obiettivi delle metodologie integrate EIA/CBA



Fonte: Rielaborazione da KPMG, 2021.

CAPITOLO IV

CASE STUDIES: ANALISI DI CASI PRATICI

4.1 Carcere Lorusso e Cutugno di Torino: il primo Social Impact Bond in Italia

Il primo studio analizzato⁴⁸ riguarda il primo Social Impact Bond in Italia, nato conseguentemente al successo del primo al mondo, il Social Impact Bond della prigione di Peterborough.

Peterborough è una cittadina della contea del Cambridgeshire (UK). Nel settembre 2010 il Ministero della Giustizia inglese ha implementato il primo social impact bond a livello globale, quantificato in 5 milioni di sterline. L'obiettivo dell'iniziativa è stato ridurre il tasso di recidiva di reato tra i detenuti nel carcere di Peterborough che fossero maschi adulti maggiorenni con pene detentive inferiori all'anno. I dati al momento disponibili definivano che più della metà dei detenuti, una volta rilasciati, commettevano nuovamente un reato entro 12 mesi dal rilascio. Il programma finanziato dal SIB si chiamava "One Service" ed ha avuto una durata di 6 anni⁴⁹.

Gli attori coinvolti in questo primo progetto sono stati:

- i detenuti: beneficiari dell'intervento;
- la Pubblica Amministrazione: ossia il Ministero della Giustizia insieme al Big Lottery Fund;
- le quattro fondazioni che erogano il servizio: St.Giles, Ormiston Children and Families, YMCA e SOVA;
- gli investitori sociali: Tudor Trust, The Monument Trust, ed altre otto tra fondazioni ed enti di beneficenza;
- l'intermediario specializzato: Social Finance Ltd;
- i valutatori interni dello strumento: RAND Europe e Meganexus;
- i valutatori del risultato finale: QinetiQ e University of Leicester.

⁴⁸ "L'applicazione di strumenti pay by result per l'innovazione dei programmi di reinserimento sociale e lavorativo delle persone detenute", Fondazione sviluppo e crescita CRT, Human Foundation, 2017.

⁴⁹ <https://finanzaresponsabile.it/2018/03/social-impact-bond-sib-i-casi/>

Il SIB è stato progettato da Social Finance Ltd che ha poi creato una società “ad hoc”, la “Social Impact Partnership LP”, che si è occupata di gestire i rapporti tra i diversi soggetti coinvolti nell’iniziativa, stipulando contratti univoci con le quattro associazioni che hanno fornito il servizio.

Il progetto nasce dalla consapevolezza che le carceri sono un costo per la Pubblica Amministrazione: prevenire il carcere, soprattutto a soggetti che già ne hanno usufruito, significa evitare costi, oltre che criminalità. Questo progetto, infatti, ha inserito nella comunità una nuova idea di carcere: reintegrativo, non più punitivo. I finanziatori, che hanno versato i 5 milioni di sterline, hanno voluto appoggiare questa nuova ideologia. Come già visto in precedenza, in caso di social impact bond, il capitale verrà restituito agli investitori, unitamente al rendimento, solo se l’iniziativa avrà successo. Il capitale e la sua remunerazione derivano dai risparmi futuri generati dalla reintegrazione completa dei soggetti coinvolti nell’iniziativa.

Per la misurazione del SIB sono stati creati tre differenti gruppi composti da circa mille persone ciascuno. Il periodo di tempo per formare ciascun gruppo è stato determinato dal tempo necessario per il rilascio di 1000 prigionieri di pena breve, ma non è stato superiore a 24 mesi. Pertanto, il gruppo può essere inferiore a 1000 se il numero di prigionieri rilasciati nel periodo di 24 mesi è inferiore. L’investimento ripagherà qualora la riduzione del tasso di recidiva sarà del 10% e, se non venisse raggiunto, si terrebbe in considerazione un quarto gruppo formato dai tre gruppi precedenti che, unitamente, dovranno soddisfare un tasso di riduzione del 7,5%. Nel 2017, fatte le valutazioni finali, è risultato che il Peterborough Social Impact Bond ha ridotto la recidiva del 9% rispetto ad un gruppo di controllo nazionale⁵⁰. Questo significa che gli investitori sono stati ripagati, sia con la remunerazione del capitale investito, che con un rendimento predefinito essendo che l’obiettivo finale è stato raggiunto.

Nel 2017, seguendo il successo britannico, è partito da Torino il primo progetto nazionale di social impact bond per la reintegrazione delle persone detenute. È stato

⁵⁰ <http://www.vita.it/it/article/2017/07/31/il-social-impact-bond-di-peterborough-ufficiale-ripaghera-gli-investiti/144174/>

infatti il carcere Lorusso Cutugno ad implementare il primo social impact bond nazionale, con l'aiuto di Fondazione Sviluppo e Crescita CRT⁵¹ e Human Foundation⁵², avendo come obiettivo principale portare risparmio sì alla Pubblica Amministrazione, inteso come minori risorse da dedicare alle carceri, ma soprattutto ha permesso il reinserimento degli ex-detenuiti nella società, portando vantaggio alla comunità stessa. Parola chiave dell'intervento, infatti, è stata l'interconnessione tra pubblico e privato con l'intenzione di apportare benefici per entrambe le parti. Per poter implementare il progetto è stato presentato uno studio di fattibilità intitolato *“L'applicazione di strumenti pay by result per l'innovazione dei programmi di reinserimento sociale e lavorativo delle persone detenute”* (CRT, Human Foundation, 2017), a dimostrazione che è possibile ridurre il rischio di recidiva sviluppando un programma di reintegrazione che comincia già all'interno del carcere.

Grazie alla collaborazione di enti pubblici e privati, come Fondazione Sviluppo e Crescita CRT e Human Foundation, il Politecnico di Milano, l'Università di Perugia KPMG, è stato possibile implementare l'iniziativa nella casa circondariale torinese, contando sempre sul supporto della direzione e dei collaboratori.

Il social impact bond, noto anche come “pay for success bond”, come spiegato nei capitoli precedenti, cerca di colmare i vuoti presenti nel sistema del welfare, dovuti ai diversi tagli operati conseguentemente alle crisi economiche avvenute. La Pubblica Amministrazione garantisce l'erogazione di un rendimento qualora venga perseguito e raggiunto il risultato sociale predefinito.

Se il detenuto, al termine del percorso di reinserimento, non farà ritorno in carcere, la Pubblica Amministrazione e la collettività otterranno un risparmio rispetto ai costi sia diretti (intesi come costi del detenuto per il suo mantenimento all'interno del carcere)

⁵¹ La Fondazione Sviluppo e Crescita – CRT, è un ente benefico senza scopo di lucro il cui obiettivo è promuovere investimenti sostenibili e con un forte impatto sociale, implementando azioni e strumenti relativi agli investimenti ad impatto.

⁵² Human Foundation è un ente privato che cerca di soddisfare i bisogni sociali attraverso l'utilizzo di strumenti innovativi favorisce la collaborazione tra pubblico e privato, tra imprese sociali ed investitori, con l'obiettivo di promuovere e diffondere la finanza etica e sostenibile. Anch'essa promuove l'implementazione delle strategie di impact investing.

sia indiretti (miglioramento della percentuale di recidiva), sino ad arrivare ad un aumento della tassazione pagata nel territorio, qualora il detenuto dovesse trovare un impiego stabile.

La PA erogherà il rendimento agli investitori qualora i risultati sopra citati siano raggiunti e verificati da un valutatore indipendente. Gli investitori privati verranno ripagati per aver garantito il capitale al fine di verificare l'efficacia del processo, evitando allo Stato il rischio d'investimento e l'utilizzo delle risorse economiche dei cittadini⁵³.

La necessità di promuovere questo intervento pionieristico ha radici nella crisi del 2008, in cui le politiche di austerità hanno profondamente contribuito a ridefinire i sistemi di protezione sociale. I tagli ai budget dedicati al benessere della comunità e lo stress cui viene continuamente sottoposto il sistema di Pubblica Amministrazione hanno portato un'incapacità generale del sistema nella gestione dei problemi sociali, con conseguente inefficienza nell'erogazione di servizi utili alla società. I sistemi di welfare pubblici, ad oggi ancora in sofferenza, aggravata dalla crisi pandemica, devono riuscire a soddisfare il fabbisogno sociale della popolazione fronteggiando un sistema che lavora con un'oggettiva scarsità di risorse (CRT, Human Foundation, 2017).

Per fronteggiare questa scarsità, dunque, è necessario attuare strumenti politici innovativi che possano favorire la transizione verso un modello integrato tra pubblico e privato, in cui sia possibile selezionare e implementare iniziative capaci di generare un impatto sociale positivo nella vita della comunità.

Con la crescita degli investimenti ad impatto e della consapevolezza degli investitori nel dover contribuire ai temi ambientali e sociali, nascono sempre più iniziative sperimentali che coinvolgono l'applicazione degli strumenti innovativi delineati dai mercati negli ultimi anni. Obiettivo comune è quello di generare benefici per la comunità che siano misurabili e a cui sia possibile associare un preciso valore economico (CRT, Human Foundation, 2017).

⁵³ <http://www.ilgiornaledellefondazioni.com/content/il-primo-progetto-nazionale-sui-social-impact-bond-il-reinserimento-dei-detenuti>

L'obiettivo perseguito tramite l'implementazione sul campo di questa strategia è stato capire se, nel contesto italiano, questa sperimentazione della finanza sociale potrebbe portare a risultati apprezzabili o meno, nonostante i numerosi limiti del Paese.

L'unico modo per testare i benefici e i limiti di questo nuovo strumento finanziario è stato implementarlo a partire da un contesto concreto come quello rappresentato dall'Istituto Penitenziario Lorusso - Cutugno di Torino (Romualdi, 2020).

Primo passo necessario per sviluppare lo studio di fattibilità è stato individuare un gruppo campione di individui detenuti, che già beneficiavano di altri progetti di recupero svolti all'interno del carcere Lorusso Cotugno. I dati utili allo sviluppo dello studio che si sta analizzando sono stati forniti dal Dipartimento dell'Amministrazione Penitenziaria (DAP) in un file Excel contenente 905 stringhe anonime relative ad altrettanti individui.

1° passo: individuazione delle variabili

Per ciascun detenuto sono stati individuati (CRT, Human Foundation, 2017):

- una matricola univoca identificativa;
- le seguenti variabili anagrafiche: nazionalità, regione di nascita e di residenza, genere e data di nascita;
- i seguenti dati relazionali: stato civile e numero di figli;
- il grado di istruzione e il credo religioso;
- i dati penitenziari: date di arresto, ingresso e uscita dalla struttura, tipo di condanna, data di fine pena, stato di detenzione attuale, ultimo movimento registrato (per esempio l'uscita per l'udienza).

Ciascuno di questi dati è stato individuato mediante una variabile univoca. Le variabili sono riassunte nella tabella 12.

Tabella 12. Variabili utilizzate nello studio di fattibilità

Nome variabile	Tipo di dato	Descrizione	N° missing	Val MIN	Val MAX
MATRICOLA	Alfanumerico	Codice di matricola del detenuto	0	AA020700732	YY040800051
DATA_ING	Data	Data di ingresso nella struttura	0	01/01/2013	04/02/2015
DATA_USC	Data	Data di uscita dalla struttura	340	30/12/2013	30/01/2016
CITTADINANZA	Testo	Nazionalità	0	n.a.	n.a.
SESSO	Testo	Sesso maschio/femmina	0	n.a.	n.a.
DATA_NASCITA	Data	Data di nascita	0	1934	1995
REGIONE_NASCITA	Testo	Regione Italiana di nascita	388	n.a.	n.a.
REGIONE_RESIDENZA	Testo	Regione Italiana di residenza	111	n.a.	n.a.
STATO_CIVILE	Testo	Stato civile del detenuto	62	n.a.	n.a.
N_FIGLI	Numerico	Numero di figli del detenuto	0	0	10
RELIGIONE	Testo	Credo religioso	111	n.a.	n.a.
GRADO_ISTRUZIONE	Testo	Ultimo livello di istruzione raggiunto	308	n.a.	n.a.
POSGIUR	Testo	Tipo di condanna	0	n.a.	n.a.
DATA_ARRESTO	Data	Data dell'arresto	0	18/03/1974	29/01/2015
DATA_FINE_PENA	Data	Data prevista per la fine del periodo di detenzione	336	21/04/2014	31/12/9999
STATO_DETENZIONE	Testo	Stato di detenzione attuale (uscito, presente, presente ma in altro istituto)	2	n.a.	n.a.
ULTIMO_MOVIMENTO	Testo	Descrizione dell'ultimo movimento registrato	0	n.a.	n.a.
DATA_ULT_MOVIM	Data	Data dell'ultimo movimento registrato	0	10/10/2006	01/02/2016

Fonte: CRT, Human Foundation, 2017.

Al fine di ottenere un'analisi precisa e dettagliata, nello studio di CRT e Human Foundation (2017) che si sta analizzando, sono state ricavate dai dati alcune variabili utili:

- ETÀ, ricavata sottraendo l'anno di nascita all'anno in corso;
- DURATA_PENA(Y), definita in anni e ricavata sottraendo la data di uscita alla data d'ingresso, qualora il beneficiario fosse già uscito dal carcere, o alla data prevista di fine pena, qualora il beneficiario fosse ancora in carcere.

Si applica questa distinzione al fine di valutare il vero beneficio che può apportare l'iniziativa a chi, una volta scontata la pena, ricomincia ad inserirsi nella società.

Al contrario, nello studio analizzato, non sono state considerate alcune variabili ritenute irrilevanti ai fini dello studio:

- REGIONE_NASCITA;
- POSGIUR;
- ULTIMO_MOVIMENTO e DATA_ULT_MOVIM.

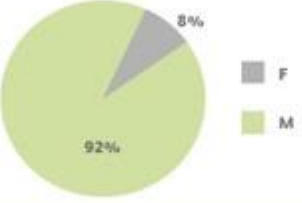
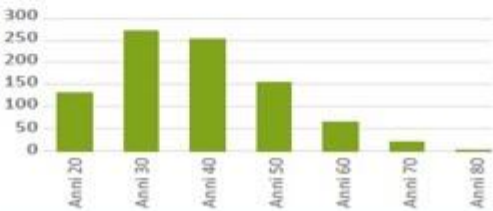
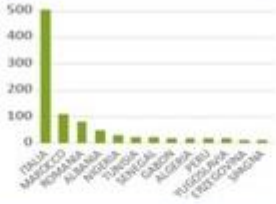
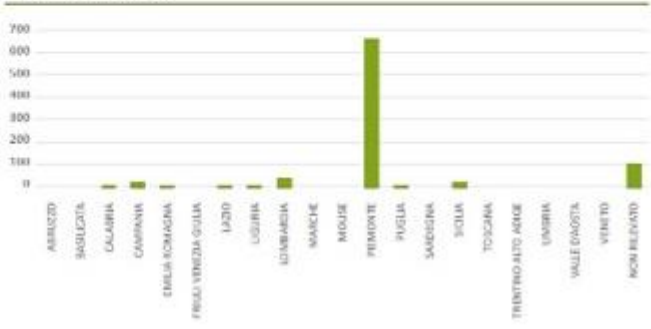
2° passo: analisi del campione per individuare il potenziale gruppo target

Per valutare attentamente il campione e selezionare il potenziale gruppo target, nello studio di CRT e Human Foundation (2017) state condotte tre differenti analisi sul campione (CRT, Human Foundation, 2017):

1. un'analisi sull'intero campione, per rilevare alcune statistiche descrittive generali;
2. un'analisi specifica solo sugli individui aventi una delle cinque nazionalità di maggior presenza nel campione;
3. un'analisi focalizzata sui residenti in Italia, nelle regioni a maggior provenienza.

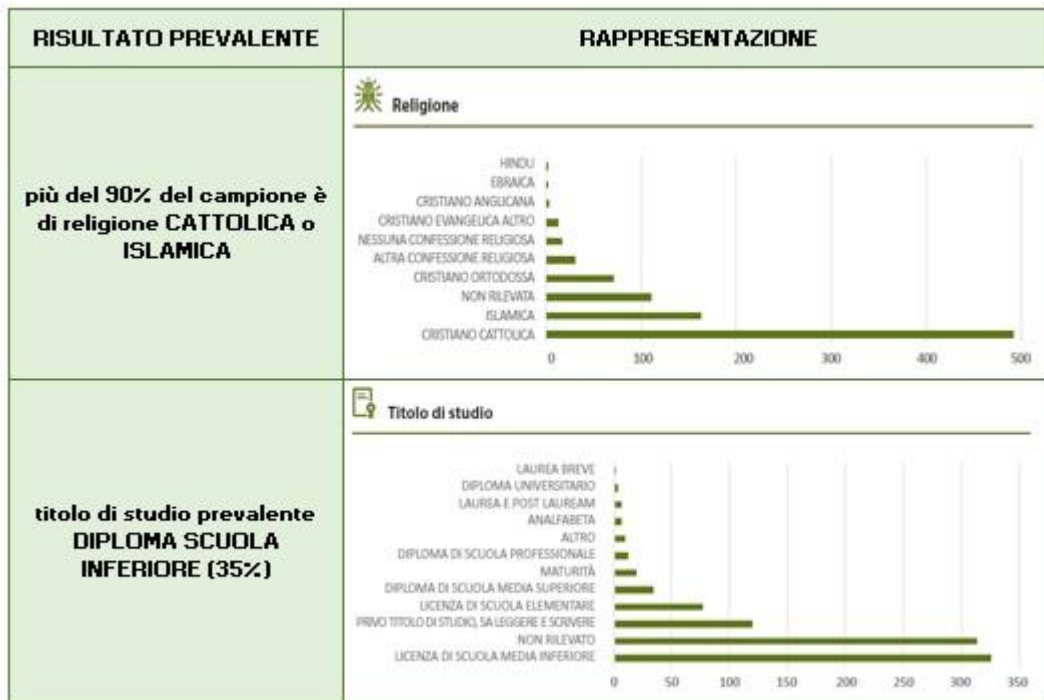
Successivamente vengono riportati i principali risultati ottenuti dall'analisi effettuata sull'intero campione, rispettivamente nelle tabelle 13, 14, 15, 16. Seguono lo svolgimento dell'analisi per passi: dati anagrafici, credo religioso e grado di istruzione, reti relazionali, decorso penitenziario.

Tabella 13. Risultati ottenuti dall'analisi del campione: ANALISI ANAGRAFICA

RISULTATO PREVALENTE	RAPPRESENTAZIONE
<p>campione MASCHILE (92%)</p>	<p>Genere</p>  <p>A pie chart illustrating the gender distribution of the sample. The chart is divided into two segments: a large green segment representing Males (M) at 92%, and a smaller grey segment representing Females (F) at 8%. A legend to the right of the chart identifies the colors: a grey square for 'F' and a green square for 'M'.</p>
<p>fascia d'età 30-50 ANNI (57,7%)</p>	<p>Età</p>  <p>A bar chart showing the distribution of respondents across different age groups. The x-axis lists age groups from 'Anni 20' to 'Anni 80'. The y-axis represents the number of respondents, ranging from 0 to 300. The bars are green. The highest number of respondents is in the 'Anni 30' group, followed by 'Anni 40'.</p>
<p>provenienza ITALIA (57,9%), MAROCCO (10,8%), ROMANIA (8,2%), ALBANIA (5%), NIGERIA (2,8%)</p>	<p>Cittadinanza</p>  <p>A bar chart showing the distribution of respondents by citizenship. The x-axis lists various countries, including Italy, Morocco, Romania, Albania, Nigeria, and others. The y-axis represents the number of respondents, ranging from 0 to 500. The bars are green. Italy has the highest number of respondents, followed by Morocco.</p>
<p>regioni italiane PIEMONTE (73,5%), LOMBARDIA (4,9%), SICILIA (2,1%), CAMPANIA (1,7%), CALABRIA (1,1%)</p>	<p>Regioni di residenza</p>  <p>A bar chart showing the distribution of respondents by region of residence in Italy. The x-axis lists various Italian regions, including Piemonte, Lombardia, Sicilia, Campania, Calabria, and others. The y-axis represents the number of respondents, ranging from 0 to 700. Piemonte has the highest number of respondents, followed by Lombardia.</p>

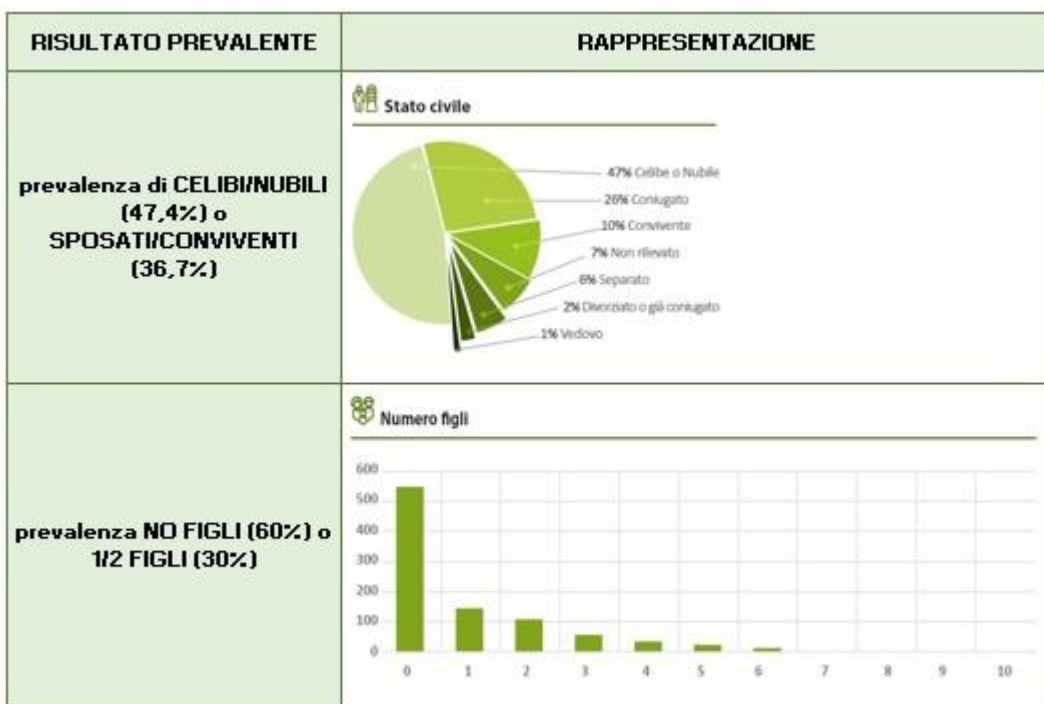
Fonte: Rielaborazione da CRT, Human Foundation, 2017.

Tabella 14. Risultati ottenuti dall'analisi del campione: ANALISI RELIGIONE e TITOLO DI STUDIO



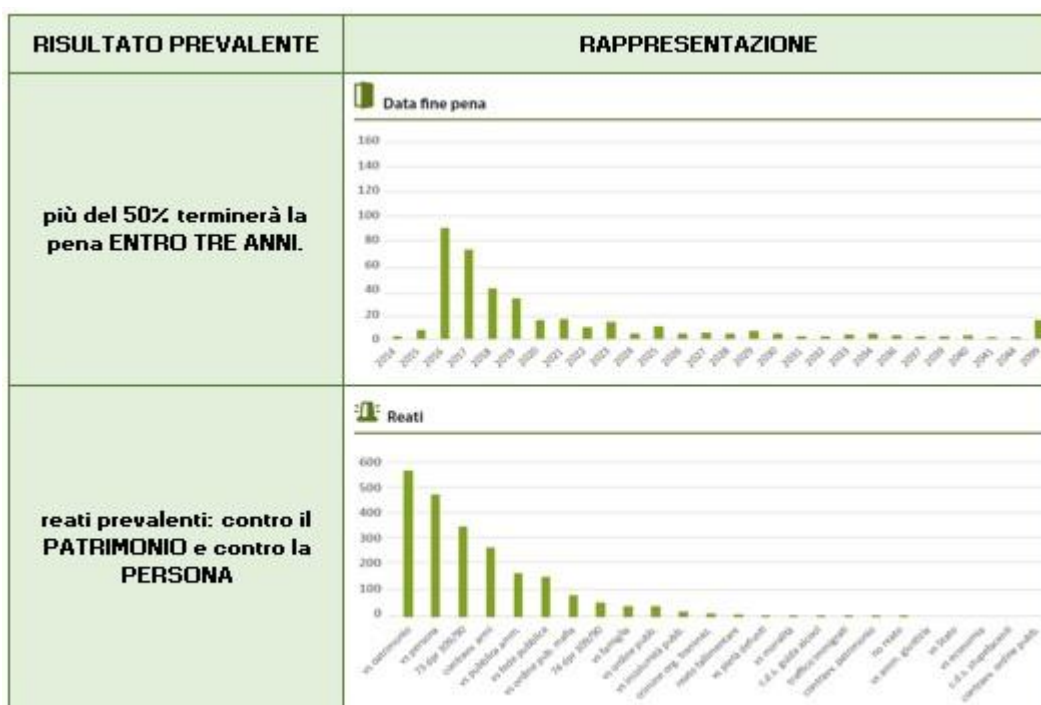
Fonte: Rielaborazione da CRT, Human Foundation, 2017.

Tabella 15. Risultati ottenuti dall'analisi del campione: ANALISI RELAZIONALE



Fonte: Rielaborazione da CRT, Human Foundation, 2017.

Tabella 16. Risultati ottenuti dall'analisi del campione: ANALISI DETENTIVA



Fonte: Rielaborazione da CRT, Human Foundation, 2017.

Viene riportata l'analisi generica a scopo esemplificativo: il primo passo compiuto, come visto, riguarda lo studio del campione, per definire con precisione la potenziale popolazione target. Infatti, l'individuazione della porzione di società a cui è indirizzato il progetto permette di spiegare agli investitori in modo corretto ed efficace il progetto in corso, definendo fin da subito gli obiettivi che si vogliono raggiungere sia di medio che di lungo termine. Inoltre, è così possibile trovare imprese sociali pronte ad entrare a far parte del Social Impact bond, non dovendo così più solo contare sul supporto della Pubblica Amministrazione.

3° passo: individuazione dello strumento utilizzato per valutare l'intervento

Per valutare l'iniziativa è stato scelto di sviluppare la Teoria del cambiamento. Nel caso del presente studio, la Teoria del cambiamento è stata costruita attraverso due passaggi (CRT, Human Foundation, 2017):

1. ricerca di fonti secondarie: si basa sull'individuazione del problema e delle caratteristiche comuni dei beneficiari, con lo scopo di individuare buone prassi rispetto a possibili attività da svolgere;

2. approfondimento sul campo: è stato organizzato un gruppo di ascolto con i responsabili e gli educatori della Casa circondariale esaminata, in cui sono state decise le modalità di avviamento del programma per i detenuti, le attività previste dall'iniziativa che si svolgeranno nell'istituto, le variabili che incidono sull'esito del percorso dei detenuti ed eventuali strumenti utilizzati per la valutazione e la ricaduta.

Gli strumenti di valutazione degli investimenti ad impatto vengono utilizzati in modo integrato, al fine di garantire una misurazione il più efficace ed esaustiva possibile per gli investitori ed i soggetti coinvolti. In quest'ottica, lo studio di fattibilità è stato integrato alla Teoria del Cambiamento, che si focalizza sugli obiettivi di medio e lungo termine, individuando le attività da implementare.

Questa iniziativa nasce in seguito al cambiamento di prospettiva legato alle carceri, non più viste come prigioni, bensì come case circondariali in cui potersi riappropriare delle proprie vite e, una volta scontata la pena, reintegrarsi nella società. Si passa così da una logica punitiva ad una dimensione reintegrativa delle carceri, dove le relazioni sociali ed il lavoro possono diventare i giusti mezzi per perseguire l'obiettivo di sentirsi fin da subito parte della società ed evitare che il beneficiario, una volta divenuto ex-detenuto, si trovi ad affrontare la realtà fuori dal carcere sentendosi disorientato ed escluso.

È importante sottolineare come i progetti sociali non nascano fini a sé stessi, ma cerchino di migliorare il sistema sociale comunitario, in una logica di collaborazione tra pubblico e privato. Questo passaggio diventa fondamentale per implementare interventi capaci di tracciare nuovi percorsi che accompagnino il detenuto dall'istituto penitenziario all'esterno (CRT, Human Foundation, 2017).

Altro tema di fondamentale importanza, legato a questa trasformazione delle carceri, è l'importanza della personalizzazione dei percorsi di reintegrazione. Sentirsi fin da subito parte attiva della propria rinascita può aiutare il detenuto a raggiungere gli obiettivi prefissati (CRT, Human Foundation, 2017).

4° passo: definizione degli obiettivi di lungo e medio termine

La Teoria del Cambiamento prevede l'individuazione dei diversi cambiamenti ed obiettivi intermedi da realizzare al fine di raggiungere l'obiettivo finale dell'intervento posto in essere.

In questo caso, l'obiettivo di lungo periodo è quello dell'autonomia del detenuto, sia personale che professionale, ossia fornire al beneficiario strumenti che lo aiutino a ricostruire il proprio futuro (CRT, Human Foundation, 2017). Il perseguimento di questo obiettivo di lungo periodo non dipende esclusivamente dagli interventi definiti dal progetto in analisi, ma anche da fattori che derivano dalle relazioni interne ed esterne al carcere, intrattenute dal detenuto. Per questo, è necessario creare sinergie anche con altri soggetti per poter portare a termine l'intervento.

Per far sì che questo accada, si individuano differenti livelli di cambiamento, associati ad obiettivi intermedi, che devono essere perseguiti dal detenuto (CRT, Human Foundation, 2017):

1. consapevolezza della propria condizione, necessaria perché il detenuto maturi la voglia di un cambiamento. Un'aumentata fiducia in sé stessi ha effetti sia nel rafforzamento della capacità del detenuto di avere relazioni sociali, che nell'acquisizione di competenze e dunque nel futuro professionale e lavorativo della persona.
2. progettualità e relazione che la persona costruisce con i servizi sociali e le organizzazioni della rete dei servizi del territorio, che diventano importanti punti di riferimento al momento dell'uscita dall'istituto.
3. acquisizione di competenze necessarie alla reintegrazione nella società, in quanto imparare nuove mansioni aiuta a riprendere fiducia in sé stessi.

5° passo: individuazione dei destinatari dell'intervento

Come precedentemente anticipato, la capacità dell'iniziativa di adattarsi alle diverse casistiche è condizione fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi individuati. Si definiscono così le caratteristiche che saranno analizzate per individuare diversi gruppi di intervento. Elementi distintivi per la creazione di diversi gruppi di lavoro, cui verranno

dedicati percorsi personalizzati, sono il capitale sociale e l'acquisizione di nuove competenze.

Alla luce di questa analisi, sono emersi tre profili differenti di detenuti (CRT, Human Foundation, 2017):

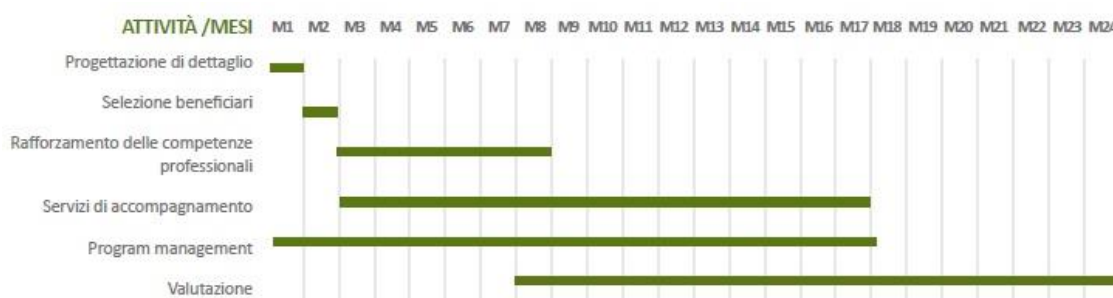
1. detenuti con scarso capitale sociale e personale;
2. detenuti con scarso capitale sociale, ma con risorse personali e attitudine al cambiamento;
3. detenuti con una rete sociale su cui poter fare affidamento e con risorse personali.

6° passo: definizione dei tempi e dell'attività di gestione dell'intervento

Una volta definiti gli obiettivi ed i destinatari dell'iniziativa, si determinano le specifiche tecniche di attuazione ed applicazione dell'iniziativa di reintegrazione nella società (durata dell'iniziativa, attività svolte). Innanzitutto, si individuano tempistiche e numero di beneficiari, in questo caso (CRT, Human Foundation, 2017):

- arco temporale: 24 mesi; nel primo anno i beneficiari svolgeranno le attività previste dall'intervento, mentre nel secondo anno verranno svolte attività di monitoraggio, finalizzate al follow up e alla valutazione dell'efficacia del programma. La linea del tempo dell'iniziativa è raffigurata in figura 24.
- numero di beneficiari: 100 detenuti, suddivisi nei tre profili descritti sopra. Ciascun beneficiario è seguito da un case-manager che garantisce la continuità nel percorso e coordina l'attuazione dei diversi servizi offerti dal programma.

Figura 24. Linea del tempo dell'iniziativa



Fonte: CRT, Human Foundation, 2017.

Successivamente, si individuano le attività che verranno svolte dai destinatari dell'iniziativa, affiancati da una serie di figure professionali dedicate all'aiutare i detenuti a perseguire gli obiettivi definiti (CRT, Human Foundation, 2017):

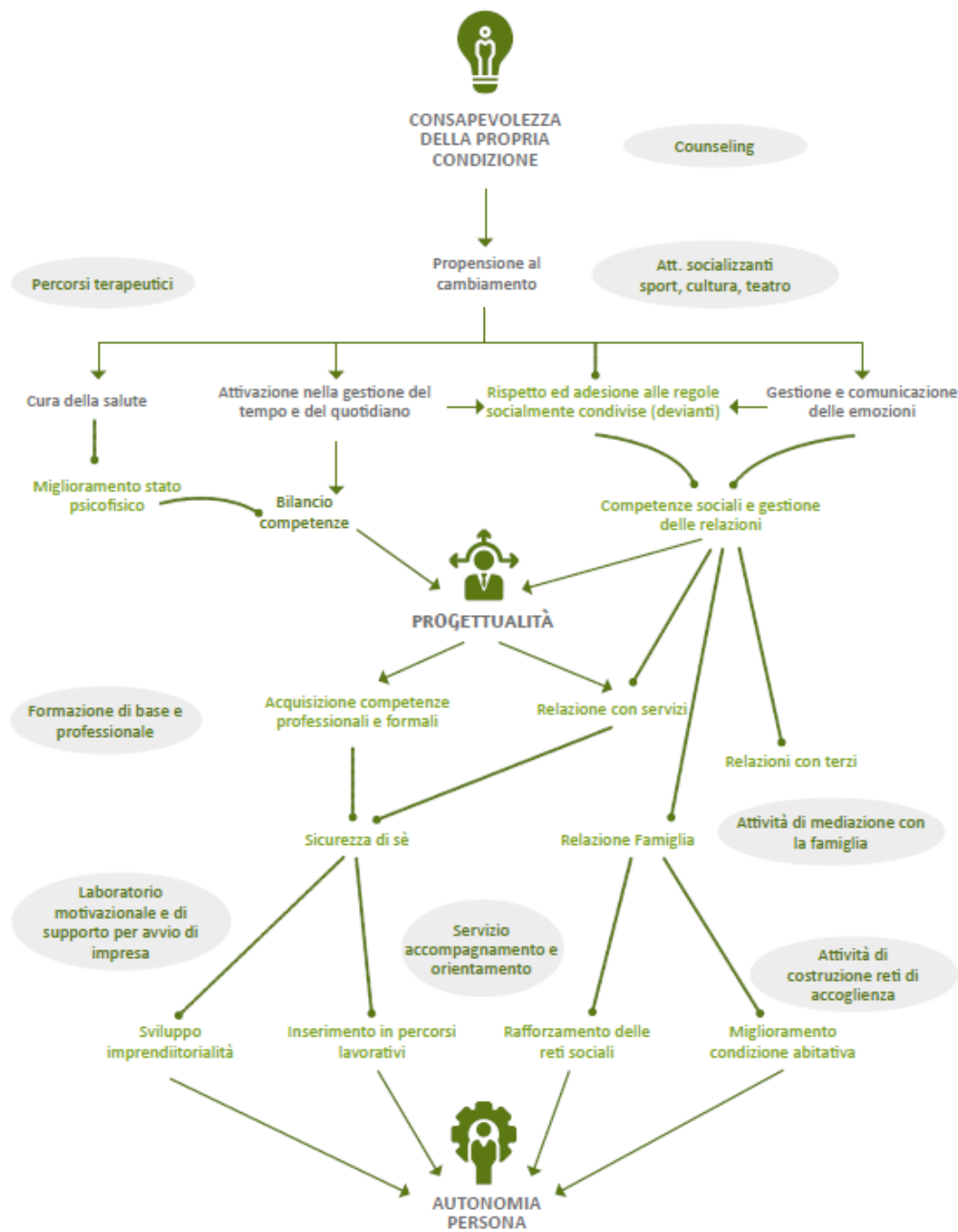
- counseling psicologico;
- attività sportive e culturali;
- attività terapeutiche;
- attività di mentoring e di bilancio delle competenze;
- percorsi formativi formali di base e percorsi professionali;
- attività di orientamento;
- laboratori motivazionali e di supporto per l'avvio di impresa;
- attività di mediazione tra il detenuto e la sua famiglia;
- costruzione di reti di accoglienza.

Il detenuto, una volta definito idoneo al programma, accede ad una "dote", ovvero un monte ore che dovrà mettere a disposizione sia per lo svolgimento sia delle attività previste, sia per il monitoraggio e la successiva valutazione.

7° passo: redazione della mappa del cambiamento

Come consultabile in figura 25, la mappa del cambiamento esplica e collega i differenti obiettivi con le diverse attività, in modo da poter valutare la bontà dell'iniziativa.

Figura 25. La mappa del cambiamento



Fonte: CRT, Human Foundation, 2017.

Utilizzare la Teoria del Cambiamento come metodo di misurazione permette di unire, attraverso legami multipli, le attività, gli outcome, gli indicatori e gli strumenti di misurazione, monitoraggio e valutazione.

L'intelaiatura di nessi connettivi così ampi e profondi permette di sviluppare analisi di differenti livelli, in base alle informazioni richieste dal destinatario della misurazione, nonché comporta l'ulteriore possibilità di decidere la profondità dell'analisi in base alla disponibilità e onerosità per gli operatori, impegnati nella raccolta dei dati.

Lo sviluppo di un sistema di misurazione risponde agli obiettivi del progetto (CRT, Human Foundation, 2017):

- valutare l'impatto dell'intervento;
- definire i punti di forza e di debolezza dell'intervento;
- monitorare e valutare il progresso dell'intervento rispetto a quanto prestabilito;
- raccogliere l'evidenza dell'impatto per trasformarla in comunicazione efficace per chi si occupa di delineare le responsabilità.

8° passo: svolgimento dell'attività di misurazione

Al fine di svolgere una corretta attività di misurazione si rilevano degli indicatori di output e di outcome. Come indicato in precedenza, output e outcome si differenziamo innanzitutto per la loro definizione; l'output è ciò che viene creato alla fine di un'attività; potrebbe essere ad esempio una funzionalità, un prodotto o un servizio. L'outcome invece è il risultato finale, ovvero l'effetto che quella funzionalità, quel prodotto o quel servizio generano⁵⁴.

Dalla definizione si coglie già l'ulteriore differenza: la materialità e conseguente misurabilità. Nel caso di indicatori di output si ottengono valori numerici, facilmente confrontabili ma poco esplicativi dell'impatto sociale; è dunque necessario abbinare indicatori di outcome, più qualitativi, ma poco validi in quanto, a volte, soggettivi. Essendo che la valutazione implementata deve essere il più oggettiva possibile per poter essere efficace e trasparente, gli indicatori utilizzati vengono calcolati considerando fonti multiple, in modo da limitare la soggettività (CRT, Human Foundation, 2017). Per questo motivo, la misurazione complessiva richiede lo sviluppo di indicatori di tipo quali-quantitativo che vadano ad indagare con maggiore profondità il percorso del detenuto.

⁵⁴ <https://www.susannafer.com/wordpress/output-e-outcome-qual-differenza/>

il processo di misurazione si articola in due fasi distinte, ossia monitoraggio e valutazione (CRT, Human Foundation, 2017):

- monitoraggio: processo continuativo che prevede una sistematica raccolta di dati su indicatori predefiniti, fornendo informazioni riguardo allo sviluppo dell'intervento, indicando il progresso raggiunto nell'ottenimento degli obiettivi.
- valutazione: attività che fornisce un giudizio, quanto più sistematico e oggettivo, su un progetto in corso o concluso, con l'obiettivo di produrre effetti esterni. Si tratta di determinare la rilevanza degli obiettivi e il grado di realizzazione, l'efficacia, l'efficienza, l'impatto e la sostenibilità.

Al fine di rispondere ai criteri sopra citati, ci si interroga su (CRT, Human Foundation, 2017):

1. Analisi di Output:

- Le attività predefinite sono erogate nella giusta quantità prevista?
- Le attività predefinite sono erogate nella giusta qualità prevista?
- Il numero di beneficiari è variato durante l'arco temporale?
- Sono stati raggiunti i livelli previsti di performance?

2. Analisi di Outcome:

- Gli obiettivi e gli outcome dell'iniziativa sono stati raggiunti?
- Quali sono stati i risultati ottenuti oltre i limiti previsti?
- I risultati ottenuti incidono sui bisogni e sulle priorità dei beneficiari?
- I risultati ottenuti incidono sui bisogni e sulle priorità di altri soggetti coinvolti del territorio, volontariato, enti locali, associazioni, Amministrazione Pubblica?
- Quale cambiamento è stato generato dall'iniziativa per i beneficiari?
- Quale plusvalore l'intervento ha generato nella società?
- Cosa sarebbe accaduto se non vi fosse stato l'intervento?

La risposta a tali quesiti permette di valutare il progetto in diversi momenti, individuando sia risultati di medio che di lungo periodo.

Attraverso l'analisi del primo caso di Social Impact Bond in Italia, si è voluto dimostrare come la Teoria del Cambiamento sia uno strumento valido per lo sviluppo della fase di programmazione e progettazione, permettendo una maggiore focalizzazione sugli aspetti più rilevanti e consentendo l'identificazione di obiettivi di cambiamento ben definiti nell'arco temporale delineato.

4.2 Un caso green: l'energia eolica in Romania

L'ultimo caso di studio analizzato⁵⁵ per proporre analisi pratiche della valutazione dell'impatto riguarda la Romania. La Romania è uno dei paesi più attraenti, in termini di investimenti green, di tutta l'Europa, grazie al suo territorio ricco di potenziale ed all'attività di promozione dell'energia green iniziata dal governo rumeno nel 2011, con la stabilizzazione della legislazione del Paese⁵⁶.

Questo studio presenta i risultati di un'analisi costi-benefici ambientale effettuata su un esempio di parco eolico, con l'obiettivo di attrarre più investitori in Romania, per garantire la sicurezza energetica e per il raggiungimento degli obiettivi sul campo, assunti a livello europeo e mondiale.

Secondo la Strategia energetica della Romania per il 2007-2020, aggiornata per il 2011-2020, il potenziale eolico della Romania è di 23000 GWh, il che significa un equivalente economico di 1978 milioni di euro, e le turbine eoliche hanno una capacità fino a 14000 MW.

Fino al 2012, a Dobrogea, sono stati effettuati molti investimenti in parchi eolici, ma secondo la mappa eolica rumena esiste anche un potenziale nelle regioni della Moldavia e del Banato.

⁵⁵ *"Environmental cost benefit analysis on a wind farm"*, Zaharia, Antonescu, 2013.

⁵⁶ La Romania è stata, nel 2011, destinataria di due pareri motivati, uno per l'energia elettrica e uno per il gas. La legislazione rumena in materia di energia elettrica ha creato un mercato regolamentato. I prezzi regolamentati per gli utilizzatori finali sono applicabili a tutti i clienti domestici e alle piccole e medie imprese che non hanno esercitato il diritto di cambiare fornitore. Per quanto riguarda il gas i prezzi regolamentati sono tuttora applicabili a tutti i consumatori.

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_11_414

Per quanto riguarda il sistema di promozione dell'energia eolica, secondo la legge 220/2008 (2010), ai produttori di energia eolica sono stati assegnati due certificati verdi⁵⁷ fino al 2017, e dal 2018 un certificato verde ogni 1 MWh prodotto ed erogato dai produttori di energia elettrica dall'energia eolica, negoziabili sul mercato dei certificati verdi nell'intervallo 27 - 55 euro/MWh.

Gli obiettivi di questo studio sono:

1. determinare quali sono gli impatti economici, sociali ed ecologici di un parco eolico in Romania;
2. eseguire un'analisi costi-benefici ambientale, prendendo in considerazione il sistema di promozione dei certificati verdi.

Lo studio qui riportato implementa l'analisi costi-benefici ex ante per valutare gli impatti economici, sociali e ambientali di un parco eolico sulla comunità locale e nazionale e sulla biodiversità. Al fine di completare un'analisi costi-benefici corretta ed efficace, nello studio in analisi sono state seguite le seguenti fasi:

1. presentazione generale del progetto: include l'identificazione e la definizione degli obiettivi, la determinazione dei benefici socioeconomici e ambientali e dei costi di attuazione del progetto e la presentazione dei vantaggi della valutazione ex ante dell'impatto dell'investimento;
2. analisi delle opzioni: implica la definizione delle alternative che si intendono analizzare e l'analisi di fattibilità. In questo studio è stato effettuato un confronto tra l'alternativa con progetto e l'alternativa senza progetto. Per quanto riguarda l'analisi di fattibilità, è conforme a vincoli legali, economici, tecnologici, ambientali.
3. analisi finanziaria: determina il risultato economico a prezzi di mercato, assicurando l'equilibrio finanziario tra fabbisogno e finanziamento, un'adeguata

ⁱ I certificati verdi (CV) sono una metodologia di incentivazione alla produzione di energia rinnovabile e si basa sull'obbligo, posto dalla normativa a carico dei produttori e degli importatori di energia elettrica prodotta da fonti non rinnovabili, di inserire nel sistema elettrico della nazione una parte prestabilita di energia elettrica prodotta da installazioni alimentate, a loro volta, da energia rinnovabile.

Il CV, che comprova la produzione di 1 MWh di energia rinnovabile, è emesso dal Gestore dei Servizi Energetici S.p.A. - GSE su richiesta del titolare di un impianto qualificato IAFR (impianto alimentato da fonti rinnovabili) ed è un titolo negoziabile del valore di 1 MWh.

<https://www.mercatoelettrico.org/it/mercati/cv/CosaSonoCv.aspx>

copertura finanziaria per tutta la durata del progetto e assicura anche il raggiungimento degli obiettivi non finanziari.

4. analisi economica: determina il contributo del progetto al benessere sociale. Infine, analizza gli indicatori di performance economica calcolati.
5. altri criteri di valutazione: integrano l'analisi costi-benefici.
6. analisi di sensitività e analisi dei rischi: individua quelle variabili critiche che hanno il maggiore impatto sulla performance finanziaria ed economica del progetto e analizza tutte le forme di rischio e come prevenirle.
7. presentazione dei risultati: definisce le conclusioni e le proposte d'investimento. In questa fase, viene determinata la migliore soluzione per il progetto. Inoltre, verranno presentati i limiti dell'analisi, ovvero i benefici e i costi ambientali e sociali, che non possono essere monetizzati.

Al fine di ottenere un'analisi più efficace possibile, lo studio in analisi prosegue con l'individuazione di due indicatori finanziari:

1. *Financial internal rate of return (FRR) / Economical internal rate of return (ERR):*

$$FRR/ERR = \frac{B_0 - C_0}{(1+r^*)^0} + \frac{B_1 - C_1}{(1+r^*)^1} + \frac{B_2 - C_2}{(1+r^*)^2} + \dots + \frac{B_n - C_n}{(1+r^*)^n}$$

dove n rappresenta il numero di anni e r* rappresenta il tasso di sconto.

- FRR/ERR > tasso minimo del 5% imposto dalla Commissione Europea, attraverso la metodologia stabilita dalla Decisione del Governo 28/2008.
- Il progetto viene accettato quando FRR/ERR > 5,5%, se NPV > 0.

2. *Financial net present value (FNPV) / Economical net present value (ENPV):*

$$FNPV/ENPV = \frac{B_0 - C_0}{(1+r)^0} + \frac{B_1 - C_1}{(1+r)^1} + \frac{B_2 - C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{B_n - C_n}{(1+r)^n}$$

dove n rappresenta il numero di anni e r rappresenta il tasso in base al quale viene calcolato il tasso di sconto.

- Il progetto viene accettato se NPV > 0.

Il parco eolico su cui è stata effettuata l'analisi costi-benefici è costituito da 10 turbine Gamesa G90 del tipo da 2MW, con un'altezza di 78m.

La produzione totale di energia del parco sarà di 20 MW e la produzione annua stimata senza autoconsumo sarà:

$$365,25 \text{ giorni/anno} * 24 \text{ ore/giorno} * 30\% * 20 \text{ MW} * 90\% = 47336 \text{ MWh/anno.}$$

La previsione dei costi e delle entrate del parco è stata effettuata per un periodo di 23 anni perché la vita media di questi tipi di progetti è di 20-25 anni.

Le ipotesi fatte per fare questa analisi sono state:

- La società che investe ha un capitale proprio di 10 milioni di euro e contrae un finanziamento da Unicredit Company a copertura del resto dell'importo necessario al progetto (ovvero 19502 milioni di euro), che entrerà come spesa in conto economico per l'80% nel 2015 e per il 20% nel 2016.
- Nel decimo anno verrà effettuata una manutenzione generale programmata dell'impianto, che ha un costo di 1,2 milioni di euro e nel quindicesimo anno verrà effettuata un'importante riparazione, che comporta un costo di 2,1 milioni di euro.
- I costi operativi sono calcolati più alti nei primi anni e negli ultimi anni di esercizio del parco eolico;
- Il prezzo percepito per l'energia elettrica distribuita in rete è considerato, nel primo anno, 52,13 euro/MWh.

I benefici dell'attuazione del progetto che sono stati presi in considerazione durante l'analisi sono stati:

1. distribuire energia verde nella rete nazionale, che contribuisce agli obiettivi assunti dalla Romania a livello europeo;
2. beneficiare di certificati verdi;
3. entrate del progetto destinate all'utilizzo locale;
4. aumentare le entrate dei locali creando due posti di lavoro a tempo indeterminato per i servizi di sicurezza del parco;
5. riduzione delle emissioni di CO2.

I costi di attuazione del progetto che sono stati presi in considerazione durante l'analisi sono stati:

1. costo totale di costruzione del parco;
2. perdita della produzione agricola per la sottrazione all'uso dei terreni agricoli;
3. inquinamento atmosferico dovuto alle emissioni di CO₂;
4. inquinamento acustico ed effetto ombreggiante.

I costi operativi sono stati considerati tenendo conto della durata 23ennale del progetto, in cui si è previsto un aumento annuo dei costi operativi considerando il tasso di inflazione europeo, pari al 2%.

Nella stima dei ricavi di esercizio si considera che fino al 2017 saranno concessi 2 certificati verdi/MWh mentre dal 2018 sarà concesso solo 1 certificato verde/MWh. Questo perché viene prevista una stabilizzazione dei contratti verdi dal 2016, per cui diminuiranno quelli concessi.

Analisi finanziaria

L'analisi finanziaria tiene conto dei *cash flows*. Nelle tabelle seguenti, 17-19, suddivise per anni di implementazione del progetto, sono riportati i *net cash flows*.

Tabella 17. Net Cash Flows 2013-2020

Thousand euro / Year	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Total incomes	0	0	0	6594,91	5984,58	4428,58	4487,80	4552,85
Total operational costs	-1150,54	-1173,5508	-1197,02	-1220,96	-1245,38	-1270,29	-1295,69	-1321,61
Total investment costs	-10000	0	-15602	-7800	3900	0	0	0
Total costs	-11150,54	-1173,551	-16799	-9020,96	2654,62	-1270,29	-1295,69	1321,61
Net financial flows	-11150,54	-1173,551	-16799	-2426,05	8639,20	3158,29	3192,11	3231,24

Fonte: Zaharia, Antonescu, 2013.

Tabella 18. Net Cash Flows 2021-2028

Thousand euro / Year	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Total incomes	4619,01	4686,30	4754,75	4824,37	4895,21	4967,26	5040,57	5115,16
Total operational costs	-1348,04	-1375,00	-1402,50	-1430,55	-1459,16	-1488,35	-1518,11	-1548,48
Total investment costs	0	0	0	0	-1200	0	0	0
Total costs	-1348,04	-1375,00	-1402,50	-1430,55	-2659,16	-1488,35	-1518,11	-1548,48
Net financial flows	3270,96	3311,30	3352,24	3393,82	2236,04	3478,92	3522,46	3566,69

Fonte: Zaharia, Antonescu, 2013.

Tabella 19. Net Cash Flows 2021-2035

Thousand euro / Year	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Total incomes	5191,05	5268,27	5346,84	5426,80	5508,16	5590,97	5675,24
Total operational costs	-1579,44	-1611,03	-1643,25	-1676,12	-1709,64	-1743,83	-1778,71
Total investment costs	0	-2100	0	0	0	0	0
Total costs	-1579,44	-3711,03	-1643,25	-1676,12	-1709,64	-1743,83	-1778,71
Net financial flows	3611,61	1557,24	3703,59	3750,68	3798,52	3847,13	3896,52

Fonte: Zaharia, Antonescu, 2013.

Segue il calcolo degli indicatori finanziari precedentemente riportati, con i seguenti risultati:

1. Tasso interno di rendimento finanziario sull'investimento: $FRR = 8,14\% > 5\%$;
2. Valore attuale netto finanziario del parco: $FNPV = 8.701,41 \text{ €} > 0$.

Da questi due indicatori finanziari risulta che il progetto è finanziariamente fattibile perché genererà fondi che garantiscono il ritorno sul prestito fatto, il che significa che le entrate coprono i costi. Per l'analisi finanziaria, la Commissione Europea ha raccomandato il tasso di sconto del 5% , che è stato utilizzato.

Analisi economica

L'analisi economica tiene conto di tutti i costi e i benefici del progetto (comprese le esternalità). Nelle tabelle seguenti, 20-22, suddivise per anni di implementazione del progetto, sono riportati i risultati.

Tabella 20. Costi-benefici 2013-2020

ECONOMIC ANALYSIS (thousands euro)	Factor conversie	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Electricity sales	1,5	0	0	0	3928,03	4006,59	4086,72	4168,46
The sale of green certificates	1,1	0	0	0	4373,85	3644,87	1874,51	1879,71
Total incomes		0	0	0	8301,88	7651,46	5961,23	6048,17
Incomes granted for locals		0	0	0	18,1	18,1	18,1	18,1
Reducing unemployment by creating 2 permanent jobs		0	0	0	4,39	4,39	4,39	4,39
Emissions reduction of CO ₂		-	-	-	504,92	504,92	504,92	504,92
External benefits		0	0	0	527,41	527,41	527,41	527,41
The labor force	0,8	-26,88	-27,42	-27,97	-28,53	-29,10	-29,68	-30,27
Other operational costs	1,1	-1228,63	-1253,21	-1278,27	-1303,84	-1329,91	-1356,51	-1383,64
Total operational costs		-1255,51	-1280,62	-1306,24	-1332,36	-1359,01	-1386,19	-1413,91
Total investment costs	0,9	-10000	0	-15602	-7800	3900	0	0
Total costs		-11255,51	-1280,62	-16908,24	-9132,36	2540,99	-1386,19	-1413,91
Loss of agricultural production	1	0	0	-101,98	-1,18	-1,18	-1,18	-1,18
Air pollution by CO ₂ emissions		-	-	-	-5,41	-5,41	-5,41	-5,41
Shadow flicker effect		0	0	0,00	-0,98	-0,98	-0,98	-0,98
External costs		-	-	-101,98	-7,57	-7,57	-7,57	-7,57
Total Benefits - Costs		-11255,51	-1280,6	-17010,2	-310,65	10712,3	5094,88	5154,1

Fonte: Zaharia, Antonescu, 2013.

Tabella 21. Costi-benefici 2021-2027

ECONOMIC ANALYSIS (thousands euro)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Electricity sales	4251,83	4336,86	4423,60	4512,07	4602,31	4694,36	4788,25	4884,01
The sale of green certificates	1890,13	1900,54	1910,95	1921,37	1931,78	1942,20	1952,61	1963,02
Total incomes	6141,95	6237,40	6334,55	6433,44	6534,09	6636,55	6740,86	6847,03
Incomes granted for locals	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1
Reducing unemployment by creating 2 permanent jobs	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39
Emissions reduction of CO ₂	652,49	652,49	652,49	652,49	652,49	652,49	652,49	652,49
External benefits	674,98	674,98	674,98	674,98	674,98	674,98	674,98	674,98
The labor force	-30,88	-31,49	-32,12	-32,77	-33,42	-34,09	-34,77	-35,47
Other operational costs	-	-	-	-	-	-	-	-
	1411,31	1439,54	1468,33	1497,70	1527,65	1558,20	1589,37	1621,16
Total operational costs	-	-	-	-	-	-	-	-
	1442,19	1471,03	1500,46	1530,46	1561,07	1592,30	1624,14	1656,62
Total investment costs	0	0	0	0	0	-1200	0	0
Total costs	-	-	-	-	-	-	-	-
	1442,19	1471,03	1500,46	1530,46	1561,07	2792,30	1624,14	1656,62
Loss of agricultural production	-1,18	-1,18	-1,18	-1,18	-1,18	-1,18	-1,18	-1,18
Air pollution by CO ₂ emissions	-7,04	-7,04	-7,04	-7,04	-7,04	-7,04	-7,04	-7,04
Shadow flicker effect	-0,98	-0,98	-0,98	-0,98	-0,98	-0,98	-0,98	-0,98
External costs	-9,20	-9,20	-9,20	-9,20	-9,20	-9,20	-9,20	-9,20
Total Benefits - Costs	5365,54	5432,15	5499,88	5568,75	5638,8	4510,04	5782,49	5856,19

Fonte: Zaharia, Antonescu, 2013.

Tabella 22. Costi-benefici 2028-2035

ECONOMIC ANALYSIS (thousands euro)	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Electricity sales	4981,69	5081,32	5182,95	5286,61	5392,34	5500,19	5610,19	5722,40
The sale of green certificates	1973,44	1983,85	1994,27	2004,68	2015,09	2025,51	2035,92	2046,34
Total incomes	6955,13	7065,18	7177,22	7291,29	7407,44	7525,70	7646,11	7768,73
Incomes granted for locals	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1
Reducing unemployment by creating 2 permanent jobs	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39
Emissions reduction of CO ₂	652,49	652,49	726	726	726	726	726	726
External benefits	674,98	674,98	748,49	748,49	748,49	748,49	748,49	748,49
The labor force	-36,18	-36,90	-37,64	-38,39	-39,16	-39,94	-40,74	-41,56
Other operational costs	-	-	-	-	-	-	-	-
	1653,58	1686,65	1720,38	1754,79	1789,89	1825,69	1862,20	1899,44
Total operational costs	-	-	-	-	-	-	-	-
	1689,76	1723,55	1758,02	1793,18	1829,05	1865,63	1902,94	1941,00
Total investment costs	0	0	-2100	0	0	0	0	0
Total costs	-	-	-	-	-	-	-	-
	1689,76	1723,55	3858,02	1793,18	1829,05	1865,63	1902,94	1941,00
Loss of agricultural production	-1,18	-1,18	-1,18	-1,18	-1,18	-1,18	-1,18	-1,18
Air pollution by CO ₂ emissions	-7,04	-7,04	-7,83	-7,83	-7,83	-7,83	-7,83	-7,83
Shadow flicker effect	-0,98	-0,98	-0,98	-0,98	-0,98	-0,98	-0,98	-0,98
External costs	-9,20	-9,20	-9,99	-9,99	-9,99	-9,99	-9,99	-9,99
Total Benefits - Costs	5931,15	6007,4	4057,69	6236,61	6316,89	6398,57	6481,67	6566,23

Fonte: Zaharia, Antonescu, 2013.

Anche in questo caso si calcolano gli indicatori:

1. Tasso di rendimento interno economico: $ERR = 14,85\% > 5,5\%$;
2. Valore attuale netto economico del parco: $ENPV = 29504,5 \text{ €} > 0$.

Questi due indicatori indicano che il progetto è socialmente vantaggioso e può essere implementato. Per l'analisi economica, la Commissione Europea ha raccomandato il tasso di sconto del 5,5% e per questo anche in questa analisi è stato utilizzato.

Successivamente viene svolta l'analisi dei rischi: consente ai decisori e, in generale, agli attori coinvolti, di capire quali rischi possono sorgere sui costi e come influenzerebbero gli indicatori economici e finanziari. Di fondamentale importanza è l'individuazione delle variabili che influenzano maggiormente l'attuazione del progetto. Infatti, l'analisi dei rischi è preceduta da un'analisi di sensibilità, eseguita per selezionare le variabili critiche e per determinare quale influenza hanno sul tasso di rendimento e sul valore attuale netto.

In questo caso sono state analizzate le seguenti variabili critiche:

- il tasso di inflazione (Ri, che influenza la previsione di costi e ricavi nei 23 anni);
- il tasso di sconto (Ra, che influenza il valore attuale netto);
- il fattore di conversione (FC) nella vendita di energia elettrica (perché la Commissione Europea propone un fattore di conversione 2 per il settore energetico, ma bisogna tener conto che la produzione di energia rinnovabile è particolare).

Queste variabili sono state analizzate individualmente: è risultato che l'inflazione è la variabile che impatta maggiormente, come rappresentato in tabella 23. Prendendo ad esempio il valore attuale netto finanziario (FNPV), qualora l'inflazione vari dello 0,50%, il valore dell'indicatore varierà da 8,701,41 a 9629,72, con una variazione del 10,67%.

Tabella 23. L'impatto dell'inflazione sugli indicatori

Inflation modification	-1%	Modification	-0,50%	Modification	0%	0,50%	Modification	1%	Modification
FRR (%)	7,64	-0,50%	7,88	-0,26%	8,14	8,40	0,26%	8,67	0,53%
FNPV (€)	7.037,27	-19,12%	7.838,76	-9,91%	8.701,41	9.629,72	10,67%	10.628,52	22,15%
ENPV (€)	23.861,82	-19,12%	26.579,50	-9,91%	29.504,5	32.652,24	10,67%	36.038,95	22,15%

Fonte: Zaharia, Antonescu, 2013.

Questo studio ha dimostrato l'ampia applicabilità ed efficienza della Cost Benefit Analysis, nonostante abbia dei grandi limiti derivanti dalla possibilità di scegliere quali esternalità, che potrebbero destabilizzare il progetto, includere nell'analisi. Considerando il modello presentato in questo studio e tutte le ipotesi fatte, è emerso che i benefici totali superano i costi totali, il che significa che il progetto può essere implementato e avrà un'influenza positiva sul benessere sociale.

Si precisa, però, che nessun metodo di valutazione monetaria dei costi e benefici ambientali e sociali è sicuro ed efficace al 100% quando si parla di benessere sociale e di valutazione ambientale. È infatti utile integrare i diversi modelli con un'analisi multicriterio, oppure tramite uno studio di fattibilità.

In conclusione, applicare un'analisi costi-benefici all'economia ambientale è una sfida e una necessità fondamentale per realizzare un investimento. Dallo studio analizzato risulta che investire in un parco eolico è redditizio e allo stesso tempo garantisce sia la protezione del capitale sociale e naturale che l'ottenimento di benefici economici.

Teoria del Cambiamento

Come specificato in precedenza, l'utilizzo della Teoria del Cambiamento per misurare l'impatto degli investimenti sostenibili permette di creare interconnessioni tra i differenti obiettivi, attività, risultati e strumenti di misurazione, rendendo efficace la presentazione dell'iniziativa.

Per questo motivo, nonostante nello studio in analisi non compaia la Toc, si implementa tale metodologia al fine di rendere più completa la misurazione.

Come specificato nel capitolo 3, paragrafo 3.3, l'implementazione di tale metodologia di misurazione parte a ritroso, dall'identificazione degli obiettivi a lungo termine, ossia dell'impatto:

- crescita economica e perseguimento degli obiettivi europei;
- creazione di posti di lavoro;
- miglioramento delle condizioni di vita.

Si prosegue con l'individuazione dei risultati, ossia gli obiettivi di medio termine:

- distribuzione di energia verde nella rete nazionale;
- risparmio economico nel consumo di energia da fonti tradizionali;
- minor impatto ambientale possibile nella produzione di energia.

Infine, si individuano risorse, attività e prodotto dell'implementazione dell'iniziativa:

→ Risorse:

- capitale;
- mobilitazione di tecnici esperti per la costruzione del parco eolico;
- mobilitazione di esperti in investimenti green, che possano guidare il progetto.

→ Attività:

- individuazione dei parchi;

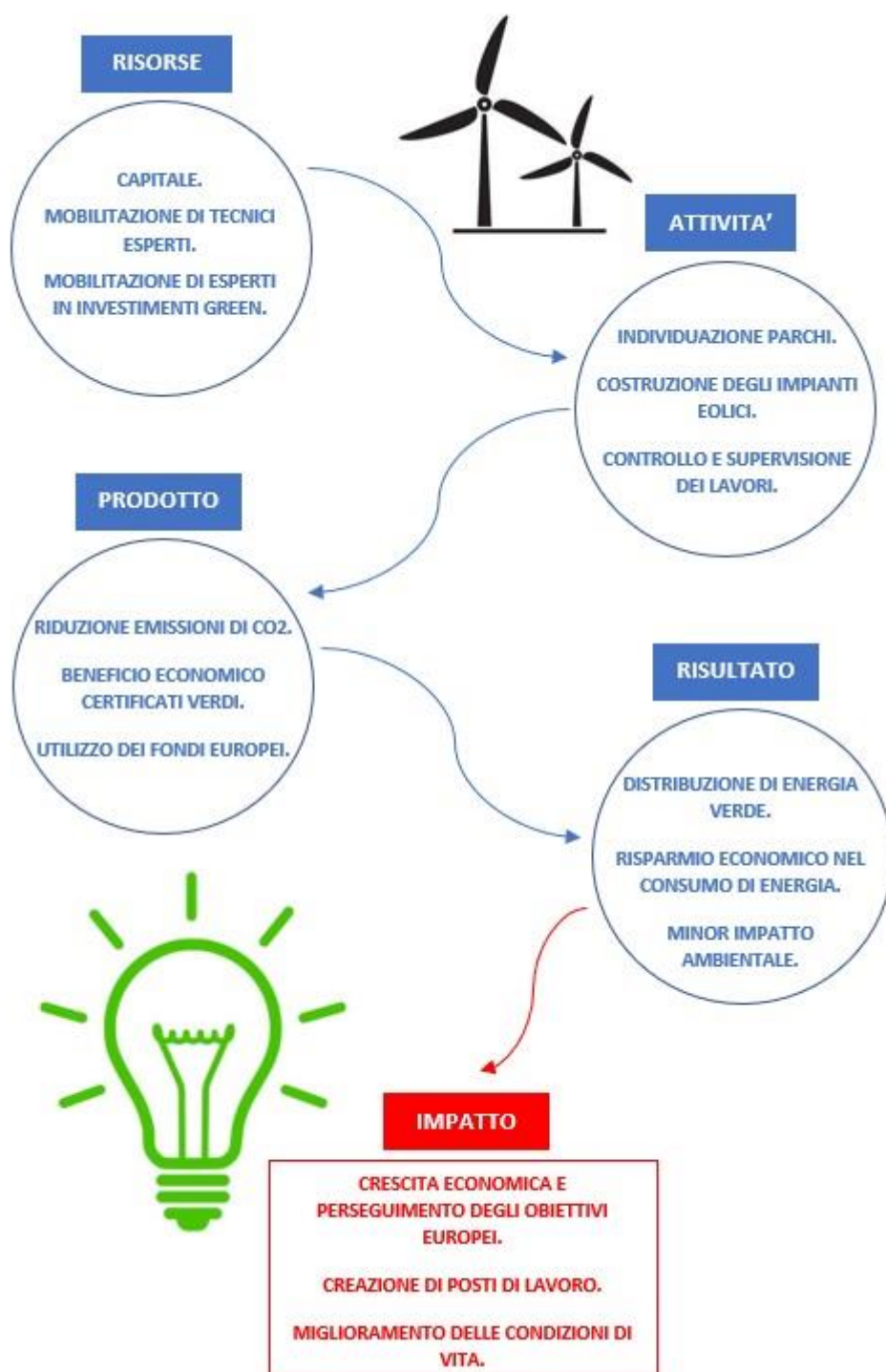
- costruzione degli impianti eolici, con il minor impatto possibile sul paesaggio;
- controllo e supervisione dei lavori.

→ Prodotto:

- riduzione delle emissioni di CO₂;
- beneficio economico derivante dai certificati verdi;
- utilizzo dei fondi europei finalizzato alla crescita economica del paese.

Come precisato in precedenza, sempre al capitolo 3, non esiste una rappresentazione standard e predefinita della Teoria del Cambiamento. Infatti, è proprio la sua flessibilità e adattabilità che la rendono utilizzabile in molteplici ambiti. Al fine di valutare il caso in analisi, ossia la creazione di un parco eolico in Romania, si sviluppa una mappa del cambiamento (fig.26) basata sull'applicazione della ToC all'impact investing, come indicato in figura 21.

Figura 26. La mappa del cambiamento



Fonte: Elaborazione dell'autore.

La teoria del cambiamento sviluppata ha permesso di integrare la fase di programmazione, permettendo la focalizzazione sugli aspetti più importanti e consentendo l'identificazione di obiettivi di medio e lungo termine ben definiti.

CONCLUSIONE

La crescente necessità di fronteggiare problemi ambientali e sociali ha portato gli attori del mercato finanziario ad interessarsi sempre più ai temi sostenibili.

Il mercato finanziario si è evoluto e adattato, costruendo strumenti innovativi che facilitassero la diffusione delle tematiche sostenibili tra gli investitori, riscontrando una sempre più crescente partecipazione agli investimenti sostenibili. Ruolo importante è stato svolto dalle istituzioni sovranazionali che, con le proprie normative ed iniziative, hanno contribuito alla creazione di un nuovo concetto di investimento: l'impact investing, fenomeno finanziario in forte crescita negli ultimi anni e destinato a continuare la propria espansione.

Ad oggi, le istituzioni pubbliche, i soggetti privati e le imprese, siano esse sociali o tradizionali, rispondono positivamente alla voglia di soddisfare obiettivi non più unicamente legati ad aspetti economici, bensì anche ambientali e sociali.

Tema centrale dell'impact investing è indubbiamente la misurazione dell'impatto sociale ed ambientale ottenuto dall'implementazione delle iniziative sostenibili: le metodologie esistenti permettono di valutare ex-ante ed ex-post le iniziative, fornendo agli investitori informazioni chiare ed efficaci per effettuare scelte consapevoli e identificare, nel mercato, gli investimenti che meglio si adattano alle proprie esigenze.

La molteplicità delle metodologie di valutazione, sebbene permetta di ottenere delle valutazioni dettagliate e personalizzabili, preoccupa ancora il mondo finanziario e gli attori del mercato. La continua nascita di metodologie e la poca standardizzazione non permettono di effettuare confronti reali ed efficaci sulla base di dati oggettivi.

Per questo, l'utilizzo integrato delle differenti metodologie è la strada migliore da intraprendere: poter svolgere analisi quali-quantitative, sulla base di numeri ed obiettivi dichiarati, permette di ottenere una valutazione dell'impatto chiara e dettagliata.

Le istituzioni stanno, ad oggi, lavorando per omogenizzare il mercato degli investimenti ad impatto, per far sì che gli investitori si sentano sicuri ad operare con strumenti di finanza sostenibile nello stesso modo in cui operano nel mercato tradizionale.

BIBLIOGRAFIA

AICCON, MASP, UE (2020), *Measuring the value of work-life synergy. Evidences and changes of the MASP project*, disponibile al link:

<https://www.aiccon.it/report-valutazione-impatto-sociale-masp/>

Assogestioni, Censis (2020), *Il valore della diversità nelle scelte d'investimento prima e dopo il covid-19*, disponibile al link:

https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/report_censis-assogestioni_sintesi_dei_principali_risultati.pdf

Barclay, L., Symons, T. (2013), *A Technical Guide To Developing Social Impact Bonds*, disponibile al link:

<https://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/publications/technical-guide-to-developing-social-impact-bonds1.pdf>

Barone, R. (2019), *Social impact bond, settore pubblico e vulnerabilità alla corruzione*, Il Mio Libro self publishing, Lecce (LE).

Billio, M., Costola M., Hristova I., Latino C., Pelizzon L. (2020), *Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and performance*, disponibile al link:

https://www.researchgate.net/publication/354302775_Inside_the_ESG_ratings_Disagreement_and_performance

Bugg-Levine, A., Emerson, J. (2022), *Impact Investing: Transforming How We Make Money While Making a Difference*, Jossey-Bass, San Francisco (CA).

Cavallito, M., Isonio, E., Meggiolaro, M. (2017), *La finanza etica e sostenibile in Europa*, disponibile al link:

https://finanzaetica.info/wp-content/uploads/2019/05/01_FinanzaEticaEuropa_dossier13132.pdf

Centro Studi Lang sulla Filantropia Strategica (2017), *Manuale operativo per la Theory of Change. Linee guida per gestire un workshop partecipativo di Teoria del Cambiamento e porre le basi per la valutazione dell'impatto sociale*, disponibile al link:

https://www.fondazione-langitalia.it/wp-content/uploads/2017/10/Philanthropy-Insights-n_5.pdf

Clifford, J., Markey, K., Malpani, N. (2013), *Measuring Social Impact in Social Enterprise: The state of thought and practice in the UK*, disponibile al link:

<http://socialbusinessint.com/wp-content/uploads/Measuring-Social-Impact-in-Social-Enterprise.pdf>

Corte dei conti europea (2021), *Finanza sostenibile: l'UE deve agire in modo più coerente per reindirizzare i finanziamenti verso investimenti sostenibili*, disponibile al link:

https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR21_22/SR_sustainable-finance_IT.pdf

CRT Fondazione Sviluppo e Crescita, Human Foundation (2017), *L'applicazione di strumenti pay by result per l'innovazione dei programmi di reinserimento sociale e lavorativo delle persone detenute*, disponibile al link:

https://www.sviluppoecrescitacrt.it/wp-content/uploads/2022/03/Studio_fattibilita_paybyresult.pdf

Del Giudice, A. (2019), *La finanza sostenibile: strategie, mercato e investitori*, G. Giappichelli Editore, Lavis (TN).

Elevati, C. (2016), *Contributi all'interpretazione del nuovo quadro logico Europeaid*, disponibile al link:

https://www.info-cooperazione.it/wp-content/uploads/2017/04/Paper-nuovo-LF_2016_it.pdf

Equita (2019), *Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI. Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni*, disponibile al link:

https://www.equita.eu/static/upload/02_/02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf

Eurosif (2018), *European Sri Study 2018*, disponibile al link:

<https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf>

Fodor, B. (2012), *Estimation of Social Benefits in Cost-benefit Analysis*, disponibile al link:

https://www.researchgate.net/publication/305281182_Estimation_of_Social_Benefits_in_Cost-benefit_Analysis_BEATA_FODOR

Forum per la Finanza Sostenibile (2019), *L'Unione Europea e la finanza sostenibile: impatti e prospettive per il mercato italiano*, disponibile al link:

<https://finanzasostenibile.it/attivita/lunione-europea-e-la-finanza-sostenibile-impatti-e-prospettive-per-il-mercato-italiano/>

Fraser, A., Tan, S., Lagarde, M., Mays, N. (2016), *Narratives of Promise, Narratives of Caution: A Review of the Literature on Social Impact Bonds*, disponibile al link:

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/spol.12260>

Global Impact Investing Network (2018), *Global Impact Investing Network. Roadmap for the Future of Impact Investing: Reshaping Financial Markets*, disponibile al link:

<https://thegiin.org/research/publication/giin-roadmap>

Global Sustainable Investment Alliance (2020), *Global Sustainable Investment Review 2020*, disponibile al link:

<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>.

Gonnella, C., Cerlenco, S. (2017), *La finanza ad impatto sociale*, Ecra Editori, Roma.

International Capital Market Association (2019), *Green Project Mapping*, disponibile al link:

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2019/Green-Projects-Mapping-Document-100619.pdf>

International Capital Market Association (2021), *Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, disponibile al link:

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>

International Capital Market Association (2021), *Social Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds*, disponibile al link:

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Social-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>

Koopmans, c., Mouters, N. (2020), *Cost-benefit analysis*, disponibile al link:

https://www.researchgate.net/publication/345186254_Cost-benefit_analysis

KPMG (2021), *Values-based growth: Tools to measure the impact of ESG strategies*, disponibile al link:

<https://www.kpmg.us/insights/2021/cost-benefit-economic-impact-esg-strategies.html>

Leclair, C., Neyron, C., Sibieude, T. (2021), *Petit précis de l'évaluation de l'impact social #2*, disponibile al link:

https://www.avise.org/sites/default/files/atoms/files/20211203/1223361021_petit_precis_de_levaluation_de_limpact_social_2_web_1.pdf

Lin, L. (2022), *Venture Capital in the Rise of Sustainable Investment*, disponibile al link:

<https://link.springer.com/article/10.1007/s40804-021-00238-8>

Lombardo, G., Mazzocchetti, A., Rapallo, I., Tayser, N., Cincotti, S. (2019), *Assessment of the Economic and Social Impact Using SROI: An Application to Sport Companies*, disponibile al link:

<https://www.mdpi.com/2071-1050/11/13/3612/pdf>

Manchester Metropolitan University (2020), *Social impact bonds 2.0: the first ten years, the next ten years*, disponibile al link:

<http://socialinnovation.usc.edu/wp-content/uploads/2021/05/Editorial-Next-10-years.pdf>

Martin, M. (2014), *Fondazione Cariplo (a cura di), Come rendere appetibile l'Impact Investing*, disponibile al link:

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

Melandri, G. (2021), *PNRR: Efficacia e riduzione degli sprechi. Puntare sull'impact è un dovere*, disponibile al link:

<https://www.humanfoundation.it/pnrr-efficacia-e-riduzione-degli-sprechi-puntare-sullimpact-e-un-dovere/>

MSCI (2022), *MSCI ESG Ratings Methodology*, disponibile al link:

<https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/ESG-Ratings-Methodology-Exec-Summary.pdf>

Park, S., K. (2018), *Social Bonds for Sustainable Development: A Human Rights Perspective on Impact Investing*, disponibile al link:

<https://www.cambridge.org/core/journals/business-and-human-rights-journal/article/social-bonds-for-sustainable-development-a-human-rights-perspective-on-impact-investing/F202A63D487ADE03969CAD317C06CA61>

Refinitiv (2022), *Environmental, Social And Governance Scores From Refinitiv*, disponibile al link:

https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf

Romualdi, I. (2020), *Social finance, pay by result and social impact bond. A potential tool to facilitate social and professional rehabilitation of prisoners. Analysis of a specific case in the European Community. The state of play in Italian context*, disponibile al link:

<https://globalresearchpublishing.com/wp-content/uploads/2020/06/Social-finance-pay-by-result-and-social-impact-bond.-A-potential-tool-to-facilitate-social-and-professional-rehabilitation-of-prisoners.-Analysis-of-a-specific-case-in-the-Europe.pdf>

Suisse Sustainable Finance (2021), *Swiss Sustainable Investment Market Study 2021*, disponibile al link:

https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/2021_06_07_SSF_Swiss_Sustainable_Investment_Market_Study_2021_E_final_Screen.pdf

The Global Compact (2014), *Who Cares Wins: The Global Compact Connecting Financial Markets to a Changing World*, disponibile al link:

https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_whocareswins_wci_1319579355342

The SROI network, Human Foundation (2012), *Guida al Ritorno Sociale sull'Investimento SROI*, disponibile al link:

https://www.humanfoundation.it/wp-content/uploads/2019/07/SROI-Guide_ITA_completa.pdf

Thornley, B., Wood, D., Grace, K., e Sullivant S. (2011), *Impact Investing: A Framework for Policy Design and Analysis*, disponibile al link:

http://www.pacificcommunityventures.org/wp-content/uploads/sites/6/2015/07/Impact_Investing_Policy_Full_Report.pdf

Unione Europea, Commissione Europea (2014), *Guide to Cost-Benefit Analysis of Investment Projects*, disponibile al link:

https://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/studies/pdf/cba_guide.pdf

Unione Europea, Commissione Europea (2015), *Approcci proposti per la misurazione dell'impatto sociale*, disponibile al link:

<https://ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=13401&langId=it>

University of Birmingham (2012), *Social Return on Investment (SROI) and Performance Measurement*, disponibile al link:

http://pure-oai.bham.ac.uk/ws/portalfiles/portal/10157450/Social_Return_on_Investment_SROI_and_Performance_Measurement.pdf

Van Slyke, D., M. (2007), *Agents or Stewards: Using Theory to Understand the Government-Nonprofit Social Service Contracting Relationship*, disponibile al link:

<https://academic.oup.com/jpart/article/17/2/157/897139>

Vecchi, V., Casalini, F., Caselli S. (2017), *Impact Investing as a societal refocus of Venture Capital. The perspective of mature economies*, disponibile al link:

https://www.sdabocconi.it/upl/entities/attachment/The_perspective_of_mature_economies.pdf

Walter, I. (2020), *Sense and Nonsense in ESG Ratings*, disponibile al link:

<https://esginvesting-cdn-1.s3.eu-west-2.amazonaws.com/wp-content/uploads/2020/11/13134906/Sense-and-Nonsense-in-ESG-Ratings.pdf>

Weiss, C., H., Connell, J., P., Kubisch, A., C., Schorr, L., B. (1995), *New Approaches to Evaluating Community Initiatives: Concepts, Methods and Contexts*, Aspen Inst Human Studies Editore, Queenstown (MD).

Zaharia, A., Antonescu, A., G. (2013), *Environmental cost benefit analysis on a wind farm*, disponibile al link:

<https://ideas.repec.org/a/aes/icafee/v2y2013p231-240.html>

SITOGRAFIA

Consob, <https://www.consob.it>

Parentesi Storiche, <https://parentesistoriche.altervista.org>

La Repubblica, <https://ricerca.repubblica.it>

Wikipedia, <https://it.wikipedia.org>

Finscience, <https://finscience.com>

Esg360, <https://www.esg360.it>

Investi responsabilmente, <http://investiresponsabilmente.it>

Legislazione Unione Europea, <https://eur-lex.europa.eu>

Green Report, <https://greenreport.it>

Global Impact Investing Network, <https://thegiin.org>

Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it>

Reuters, <https://www.reuters.com>

International Capital Market Association, <https://www.icmagroup.org>

Social Finance, <https://www.socialfinance.org.uk>

Brookings, www.brookings.edu

Parlamento europeo, <https://www.europarl.europa.eu>

Climate Action, <https://www.climateaction100.org>

Qual Energia, <https://www.qualenergia.it>

Camera dei deputati, <https://temi.camera.it>

Lifegate, <https://www.lifegate.it>

Cerved, <https://www.cerved.com>

Unione europea, <https://ec.europa.eu>

Save the Children, <https://www.savethechildren.it>

RedNoses, <https://www.rednoses.eu>

Theory of Change, <https://www.theoryofchange.org>

Poverty Action, <https://www.poverty-action.org>

Europeaid, <https://www.info-cooperazione.it>

Ministero del lavoro, <https://www.lavoro.gov.it>

CSR, <https://www.csrnatives.net>

Investopedia, <https://www.investopedia.com>

EBP, <https://www.ebp-us.com>

UMN Extension, <https://extension.umn.edu>

Finanza Responsabile, <https://finanzaresponsabile.it>

Il Giornale delle Fondazioni, <http://www.ilgiornaledellefondazioni.com>

Susanna Fer, <https://www.susannafer.com>

Mercato Elettrico, <https://www.mercatoelettrico.org>