

IMPACT INVESTING: IL QUADRO ITALIANO

Bandini Federica – Pallara Francesca
Università di Bologna “Alma Mater Studiorum” –
Dipartimento di Scienze Aziendali – Yunus Social
Business Center (YSBC)



Yunus Social Business Centre
University of Bologna



ALMA MATER STUDIORUM
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA
CAMPUS DI FORLÌ

Bandini Federica, Pallara Francesca

Impact Investing: Il quadro italiano

Per citare questo documento:

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

ISBN 9788854970489

DOI 10.6092/unibo/amsacta/6636.

Licenza CC BY 4.0

Prima edizione: marzo 2021

Realizzato con il contributo della Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì (Progetto IMPRENDI, imprenditorialità, nuove imprese, sviluppo e internazionalizzazione del territorio) e di Banca d'Italia

INDICE

RINGRAZIAMENTI	3
EXECUTIVE SUMMARY	4
INTRODUZIONE.....	5
1. La finanza sostenibile	10
2. <i>Impact investing</i>: inquadramento generale	16
2.1. Che cos'è l'<i>impact investing</i>?	16
2.2. L'<i>impact investing</i> a livello internazionale.....	46
2.3. Motivazioni di sviluppo	53
2.4. Dimensioni e caratteristiche del mercato internazionale	59
2.5. <i>Network</i> Internazionali	63
2.6. Principali barriere allo sviluppo	77
3. Il mercato italiano dell'<i>impact investing</i>.....	86
3.1. Le peculiarità del mercato italiano dell'<i>impact investing</i>	86
3.2. Osservatori e <i>network</i> italiani	101
3.3. Strumenti finanziari riconducibili all'<i>impact investing</i>	109
3.4. Aree di impatto	129
CONCLUSIONI.....	136
Bibliografia	143
Sitografia.....	155
Appendice	159

RINGRAZIAMENTI

Si ringraziano la Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì e Banca D'Italia per aver supportato finanziariamente la realizzazione della ricerca. Il lavoro ha visto inoltre la collaborazione di imprenditori, *manager* e ricercatori senza i quali non sarebbe stato così completo. In particolare, si ringraziano l'imprenditore Luciano Balbo, fondatore e presidente di Oltre Venture, una delle prime società di *impact investing* italiana, per la disponibilità di informazioni e dati concessa durante lo svolgimento del lavoro e per la collaborazione nell'indirizzare i temi di ricerca rilevanti per il mondo dell'*impact investing*; Alessandro Asmundo, responsabile della ricerca per il Forum per la Finanza Sostenibile, associazione non profit italiana che riunisce, in un'ottica *multistakeholder*, numerosi attori di mercato che operano nel mondo della finanza sostenibile, per la disponibilità di informazioni; Marco Gerevini, consigliere delegato della Fondazione Housing Sociale, uno dei principali attori del mercato italiano di *impact investing* per la disponibilità di informazioni e dati concessa e per tutti i progetti e le iniziative effettuate dalla fondazione Cariplo per promuovere e finanziare il mercato dell'*impact investing*.

Si ringrazia, inoltre, Paolo Venturi Direttore di AICCON per la collaborazione nell'indirizzare i temi di ricerca rilevanti per l'ecosistema dell'*impact investing*.

Infine, si ringrazia il gruppo di ricerca dello Yunus Social Business Center dell'Università di Bologna per i suggerimenti e le indicazioni fornite e, in particolare, Magalì Fia ricercatrice post-dottorato presso l'Università di Bologna per il lavoro di revisione ed i preziosi consigli riguardo la stesura del documento.

EXECUTIVE SUMMARY

L'”IMPACT INVESTING: Il quadro italiano” offre una descrizione dello stato dell'arte della finanza ad impatto sociale in Italia, delle sue origini, delle principali aree di impatto e strumenti finanziari che la caratterizzano, delle reti nazionali ed internazionali che si sono costituite e delle caratteristiche di questo fenomeno, ancora ad uno stadio di sviluppo embrionale nel nostro paese.

L'analisi del fenomeno dell'impact investing è stata condotta ponendo grande attenzione al problema definitorio e terminologico, analizzando le differenti teorie predominanti e le caratteristiche che definiscono questa strategia di investimento, oltre al suo collocamento rispetto al più ampio mercato della finanza sostenibile.

L'obiettivo dell'analisi è non solo l'individuazione degli attori che caratterizzano questo mercato, delle caratteristiche del fenomeno, dei settori e delle aree di impatto principali e degli strumenti finanziari che consentono l'incontro tra la domanda e l'offerta, ma anche la mappatura delle principali reti nazionali ed internazionali che effettuano ricerche sul tema in modo tale da individuare le principali barriere all'incontro tra la domanda e l'offerta e le lacune della letteratura di riferimento.

INTRODUZIONE

Dopo la crisi finanziaria del 2007-2009, numerosi interrogativi sono addensati sul sistema finanziario e sulla sua abilità a creare un beneficio per la società (Shiller, 2013; Zingales, 2015) e, in particolare, per la prosperità delle comunità. Di conseguenza, a livello internazionale è maturata l'esigenza di creare nuove forme di investimento che siano in grado di offrire rendimenti misti e generare “*shared value*” (Porter e Kramer, 2011; Lehner, 2016; Weber e Felts, 2016; Jacobs e Mazzucato, 2016)¹. La crisi ha dato nuovo impulso a tutte le forme di investimento che non fossero orientate esclusivamente alla generazione di profitto e di rendimenti finanziari e a tutte le imprese che agissero senza avere come unico obiettivo la soddisfazione degli azionisti a discapito di ogni altro *stakeholder*.

In totale opposizione alla dottrina di Friedman degli anni Settanta, secondo cui l'impresa privata è il fondamento della prosperità economica ed i suoi unici obiettivi sono la generazione del profitto e, di conseguenza, la distribuzione degli utili per gli azionisti, si sta affermando la centralità di una finanza generativa definita come “sostenibile” e “responsabile”.

Questa generale esigenza si è rafforzata ulteriormente nell'ultimo quinquennio, come è testimoniato da particolari avvenimenti: la diffusione dell'agenda 2030 ad opera dell'Organizzazione delle Nazioni Unite, contenente i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (*Sustainable Development Goals – SDGs*) del 2015²; le lettere inviate ai principali amministratori delegati delle imprese in cui investe da parte di Larry Fink, amministratore delegato, fondatore e presidente di Blackrock, la più grande società di gestione del risparmio del mondo (per patrimonio gestito) dal 2018 ad oggi (“*A sense of purpose*”³, “*Profit and Purpose*”⁴, “*A fundamental reshaping of finance*”⁵). In queste lettere, come verrà analizzato in dettaglio nel Capitolo 1, si sottolinea il nuovo ruolo delle imprese, invitate a prestare attenzione alle esigenze di tutti gli *stakeholders* non solo a quelle degli azionisti; la risposta del mercato alle lettere di Larry Fink, il 19 agosto 2019 in occasione della *Business Roundtable* nel corso della quale 181 amministratori delegati americani hanno definito “*a new*

¹Il concetto di “*Shared Value*” è stato utilizzato per la prima volta dagli economisti Porter e Kramer nel 2011 per identificare “*policies and operating practices that enhance the competitiveness of a company while simultaneously advancing the economic and social conditions in the communities in which it operates. Shared value creation focuses on identifying and expanding the connections between societal and economic progress.*”

² <https://unric.org/it/agenda-2030/>

³ <https://www.blackrock.com/hk/en/insights/larry-fink-ceo-letter>

⁴ <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/approfondimenti/larry-fink-ceo-letter>

⁵ <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/larry-fink-ceo-letter>

statement on the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’”⁶; l’attenzione dei *media* e dei principali canali di comunicazione, testimoniata sia dalla frequenza con la quale è trattato l’argomento della sostenibilità da parte dei principali quotidiani del mondo come, ad esempio, il Financial Times, sia dalla creazione, in alcuni casi, di una rubrica specifica sul tema o, come nel caso del Financial Times, di una *newsletter*, “Moral Money” autodefinita come “*your guide to better business and finance*”; il tema “*Stakeholders for a Cohesive and Sustainable World*” dell’incontro annuale a Davos del 2020 del World Economic Forum.

Lo sviluppo del fenomeno dell’*impact investing* si colloca in questo generale ripensamento riguardo i modelli finanziari esistenti, in modo da creare un sistema economico più sostenibile dal punto di vista ambientale, volto a ricostruire la reputazione delle istituzioni finanziari e dell’ecosistema finanziario nel suo complesso e a offrire una risposta alle esigenze delle nuove generazioni (*millennials*⁷ e generazione Z⁸), alle nuove sfide quali il cambiamento climatico, l’invecchiamento della popolazione, la nascita dei “*new poor*” e l’enorme polarizzazione dei redditi.

Seppure le origini del fenomeno moderno della finanza ad impatto sociale nei Paesi anglofoni e, in particolare, nel Regno Unito, negli USA e in Australia, sono collocate nelle trasformazioni avvenute nei primi anni Novanta, una maggiore espansione di questa strategia di investimento e la sua diffusione nel mondo finanziario *mainstream* è avvenuta nell’ultimo decennio. Infatti, il termine “*impact investing*” è stato coniato al Bellagio Center della Rockefeller Foundation, sul Lago di Como, nel 2007 (Rodin e Brandenburg, 2014), durante la crisi finanziaria, per identificare gli investimenti che perseguono il duplice obiettivo di generazione del rendimento finanziario e dell’impatto sociale e/o ambientale.

Si tratta, quindi, di un fenomeno relativamente recente che acquisisce forme molto variegate, come enuncia il Monitor Institute⁹, «*impact investing is both one thing and many things*» e per questa ragione non è facile trovare univocità definitoria, fenomenologica e terminologica.

⁶ <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>

⁷ Il Pew Research Center definisce “Millennials” o “Generazione Y” tutti coloro che sono nati nel periodo compreso tra il 1981 e il 1996.

⁸ Il Pew Research Center definisce “Post-Millennials” o “Generazione Z” tutti coloro che sono nati dal 1997 ad oggi (2019).

⁹ Organizzazione non profit nata nel 2005 come parte del Monitor Group a Cambridge, attualmente team del Deloitte LLP, focalizzata sulla filantropia e le organizzazioni sociali.

Mentre nel primo decennio degli anni 2000 la necessità di avere una definizione univoca di “*impact investing*” non era un tema centrale in quanto ogni investitore attivo nel mercato definiva un proprio insieme di caratteristiche, vincoli e limiti che i progetti dovevano avere per essere finanziati; in una seconda fase di sviluppo del mercato, nell’ultimo decennio (dal 2009), gli attori di mercato hanno iniziato a porre grande attenzione al problema definitorio in quanto si sono resi conto che la sua mancanza rappresentava una barriera allo sviluppo e che una definizione univoca potesse orientare gli investitori a movimentare capitali verso questa nuova strategia di investimento.

Per questa ragione, insieme alla nascita di numerose reti internazionali di attori di mercato, sono stati proposti diversi contributi teorici che hanno delineato le caratteristiche principali del fenomeno della finanza ad impatto. La teoria *intenzionalista*¹⁰ che sottolinea il carattere proattivo dell’investitore ad impatto che vuole generare e misurare un impatto positivo sociale e/o ambientale per la comunità; la teoria *addizionalista*¹¹ che, invece, specifica il potere dirompente e catalitico che queste forme di investimento dovrebbero avere; il pensiero delle *reti di finanza sostenibile*, le quali collocano l’*impact investing* tra le sette principali strategie di investimento sostenibile e responsabile (*sustainable responsible investing - SRI*)¹², seppure sottolineandone le differenze e, infine, la rappresentazione della finanza ad impatto come possibile fonte di indirizzo dei capitali per il raggiungimento dei *Sustainable Development Goals (SDGs)*.

Contemporaneamente, dal punto di vista terminologico, si è costituita la cosiddetta “*Tower of Babel*” (Freireiche Fulton, 2009) dei principali termini che sono comunemente associati all’espressione “*impact investing*” o “*social impact investment*” (termini equivalenti) e talvolta usati anche erroneamente come sinonimi sia in inglese, come, ad esempio, “*mission-driven investing*” o “*value-based investing*” sia in italiano, come, ad esempio, “finanza sociale” o “finanza etica”, mentre la traduzione puntuale è “finanza ad impatto (sociale)”.

La confusione terminologica e la difficoltà definitoria sono legate sia alla mancanza di un quadro normativo completo e strutturato, sia all’assenza di mercati specifici e piattaforme di

¹⁰Luciano Balbo, fondatore e presidente di Oltre Venture, una delle prime società di *impact investing* italiana parla di “*intentionalist view*” (Balbo, Brusoni, Caselli, Vecchi, 2016: ppt. 105).

¹¹Luciano Balbo, fondatore e presidente di Oltre Venture, una delle prime società di *impact investing* italiana parla di “*additionalist theory*” (Balbo, Brusoni, Caselli, Vecchi, 2016: ppt. 105).

¹² Per investimento sostenibile e responsabile (*Sustainable Responsible Investment - SRI*) si intende “l’investimento che mira a creare valore per l’investitore e per la società nel suo complesso, attraverso una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l’analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo o *ESG* (dall’inglese “*Environmental, Social, Governance*”)” (Forum per la finanza sostenibile, 2013).

scambio dedicate esclusivamente a queste forme di investimento (Mendelle Barbosa, 2013), sia alla molteplicità di forme che questo fenomeno assume a seconda dei contesti, variando da Paese a Paese ed in base al livello di sviluppo del Paese e, in ciascun paese, differenziandosi in base a:

- Tipo di mercato (domestico, non domestico, regolamentato, non regolamentato),
- Ragioni di investimento,
- Imprese in cui si investe (*for profit*, ibride o non profit convertite alla dimensione aziendale),
- Aspettative di rendimenti finanziari,
- Classi di attivo scelte,
- Tipologia di investitori (*asset owner*, *asset manager*, *lending institutions*, *equity deals*),
- Tipologie di attori di mercato,
- Strumenti finanziari utilizzati (azionari, obbligazionari, ibridi, di donazione),
- Tipologia di impatto generato (di prodotto, operativo).

Questo documento si propone di presentare una rassegna aggiornata delle teorie definitorie del fenomeno dell'*impact investing*, una descrizione delle sue caratteristiche principali e delle reti internazionali che si sono costituite e inoltre un'analisi delle motivazioni, delle barriere al suo sviluppo e delle dimensioni attuali del mercato internazionale. Infine, proprio in ragione della peculiarità del fenomeno nei differenti contesti, sopra richiamata, l'attenzione è focalizzata sulla finanza ad impatto in Italia, analizzandone le specificità in termini di mercato, di forme di sviluppo e di processo di espansione, descrivendo le reti nazionali di attori di mercato e di enti di ricerca, i principali strumenti finanziari e le aree di impatto.

Grande attenzione viene posta ai differenti strumenti finanziari, provando a definire le possibili modalità di classificazione (per la loro natura, per lo stadio di sviluppo in cui viene utilizzato lo strumento, per il livello di maturità dello strumento, per la tipologia di intermediario, per i rendimenti, per la tipologia di impresa *target* sia in termini di dimensioni che di natura giuridica, per la tipologia di strategia di investimento, per il rischio di *crowding out*¹³, per tipologia di intermediazione e/o per mercato) e a spiegarne brevemente le

¹³Il rischio di *crowding out* è il rischio che le motivazioni intrinseche alle scelte di investimento possano essere estromesse o spiazzate da un intervento esterno quando un agente intrinsecamente motivato lo percepisce come riduzione della propria autodeterminazione (Frey,1997) Si tratta di una forma di influenza negativa che un

caratteristiche, il carattere innovativo e le differenze; alle aree di impatto, alle difficoltà di incontro tra la domanda potenziale di capitale, ovvero gli enti del Terzo Settore, e l'offerta reale di capitali in Italia.

In tutto il documento si farà riferimento all'*impact investing* come ad un nuovo mercato emergente, l'*impact investing market*, caratterizzato da una specifica domanda ("*impact entrepreneur*" o "*impact-driven organisation*¹⁴") ed offerta di capitali ("*impact investor*"), anche se entrambe non ancora precisamente definite. Come è noto, esistono, invece, teorie discordanti che ritengono la finanza ad impatto una classe di attivo (O'Donohoe et al., 2010), una strategia di investimento (World Economic Forum, 2013) o un'evoluzione di altre forme di investimento (PWC & City of London Corporation, 2015). Nei capitoli che seguono, l'*impact investing* sarà rappresentato come una strategia di investimento solo quando verrà inserito nel più ampio cappello della finanza sostenibile o quando verrà considerato come criterio di allocazione del capitale nelle scelte di investimento.

intervento esterno con compensi monetari o attraverso nuove regolamentazioni può avere sulla motivazione intrinseca.

¹⁴ Il SIIT definisce le "*Impact-driven organisation*" come: tutte le tipologie di organizzazioni che hanno una mission sociale a lungo termine e che stabiliscono obiettivi di risultato misurabili. Tra queste la SIIT include: le organizzazioni facenti parte del settore sociale (Terzo Settore), limitate parzialmente o totalmente ex lege da opportuni asset-lock nel trasferimento o alienazione del patrimonio, al fine di assicurare che lo stesso venga impegnato per gli obiettivi stabiliti nella mission sociale dell'organizzazione piuttosto che per scopi di lucro (come fondazioni, cooperative e imprese sociali); e le imprese profit-with-purpose che incorporano una mission sociale nella propria governance o nel proprio business model.

1. La finanza sostenibile

Il fenomeno dell'*impact investing* può essere ricondotto, per le sue origini e per le motivazioni che ne hanno comportato lo sviluppo, al più ampio tema della finanza sostenibile, ovvero “gli investimenti Sostenibili e Responsabili (*Sustainable and Responsible Investment – SRI*) che mirano a creare valore per l’investitore e per la società nel suo complesso attraverso una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l’analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo” (Forum per la finanza sostenibile, 2013).

Questo tema sta acquisendo ulteriore vigore negli ultimi cinque anni, investendo gran parte dei mercati finanziari internazionali tradizionale, come è possibile cogliere da una serie di circostanze:

1. L’approvazione, nel settembre 2015, dell’Agenda 2030 per uno sviluppo sostenibile, i cui elementi essenziali sono i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS/*SDGs*, *Sustainable Development Goals*) e i 169 sotto-obiettivi concordati da circa 150 *leader* internazionali per contribuire allo sviluppo globale, promuovere il benessere umano e proteggere l’ambiente. Questi obiettivi mirano a porre fine alla povertà, a lottare contro l’ineguaglianza, a contribuire allo sviluppo sociale ed economico e ad affrontare le nuove sfide del futuro, come i cambiamenti climatici e la costruzione di società pacifiche. Questi obiettivi sono la naturale continuazione degli Obiettivi per lo sviluppo del Millennio (*Millennium Development Goals*, *MDGs*)¹⁵, che furono adottati nel 2000, e che hanno contribuito a migliorare la vita di milioni di persone¹⁶. Sebbene questo avvenimento non sia strettamente legato al mondo della finanza, nel prossimo capitolo, sarà analizzato il legame tra la finanza ad impatto ed il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile.
2. Le comunicazioni che Larry Fink, amministratore delegato, fondatore e presidente di Blackrock, la più grande società di gestione del risparmio del mondo (per patrimonio gestito), negli ultimi tre anni rivolte a tutti gli amministratori delegati delle società comprese nel portafoglio investimenti di Blackrock:

¹⁵ Si tratta di 8 obiettivi da raggiungere entro il 2015 condivisi dai 191 Stati Membri delle Nazioni Unite nel 2000 per combattere la povertà, la fame, le malattie, l’analfabetismo, la distruzione dell’ambiente e la discriminazione contro le donne. Ognuno degli obiettivi presentava specifici indicatori di misurazione.

¹⁶[https://www.un.org/millenniumgoals/2015_MDG_Report/pdf/MDG%202015%20rev%20\(July%201\).pdf](https://www.un.org/millenniumgoals/2015_MDG_Report/pdf/MDG%202015%20rev%20(July%201).pdf)

- a. “*A sense of purpose*” del 12 gennaio 2018¹⁷ dove egli rappresenta il paradosso della contemporanea crescita dei rendimenti, soprattutto azionari, e delle condizioni di disagio crescente per alcune fasce della popolazione ovvero del fatto che per alcuni i capitali negli anni della crisi hanno portato grandi profitti ma molti altri individui hanno dovuto fronteggiare problemi di tassi di interesse bassi, riduzione della crescita dei salari, incertezze con il sistema pensionistico, diminuzione del livello di istruzione e di sicurezza lavorativa. I governi non sono stati in grado di affrontare da soli le sfide sociali del futuro e, quindi, la comunità sta chiedendo alle imprese pubbliche e private di perseguire anche uno “scopo sociale” (*a social purpose*). Larry Fink sottolinea il ruolo fondamentale delle società di gestione del risparmio che con strategie di lungo termine anche di *engagement*¹⁸ devono iniziare a contribuire al benessere della comunità non solo attraverso la generazione a breve termine dei rendimenti per gli azionisti e, quindi, alla distribuzione di utili, ma anche creando valore a lungo termine, aiutando la popolazione a soddisfare i bisogni sociali.
- b. “*Profit & Purpose*” del 17 gennaio 2019¹⁹, in cui Larry Fink rappresenta uno scenario mondiale sempre più fragile e, di conseguenza, esposto alle scelte di breve termine di aziende e governi. Gli elementi chiave della lettera del 2019 sono:
- i. La descrizione di uno scenario economico mondiale difficile: “L’incertezza pervade i mercati, la fiducia si sta incrinando e sono in molti a vedere maggiori rischi di un rallentamento ciclico. In tutto il mondo, la frustrazione dopo anni di salari stagnanti, gli effetti della tecnologia sul lavoro e l’incertezza per il futuro hanno fomentato la rabbia popolare, il nazionalismo, la xenofobia”, “Destabilizzata da cambiamenti economici fondamentali e dall’incapacità dei governi di fornire soluzioni durature, la società si rivolge sempre più spesso alle aziende, sia pubbliche sia private, per affrontare pressanti questioni

¹⁷<https://www.blackrock.com/hk/en/insights/larry-fink-ceo-letter>

¹⁸ La strategia di *engagement* viene definita come “Attività che si sostanzia nel dialogo con l’impresa su questioni di sostenibilità e nell’esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario. Si tratta di un processo di lungo periodo, finalizzato ad influenzare positivamente i comportamenti dell’impresa e ad aumentare il grado di trasparenza.” (Forum per la Finanza Sostenibile)

¹⁹<https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/approfondimenti/larry-fink-ceo-letter>

sociali ed economiche, dalla tutela dell'ambiente alle pensioni, fino alla disuguaglianza di genere e razziale”.

- ii. La connessione inestricabile tra Scopo e Profitto: “Lo scopo non è solo la ricerca del profitto, bensì la forza propulsiva per ottenerlo. Utili e scopo non sono affatto in contraddizione, anzi risultano indissolubilmente legati tra loro. Gli utili sono essenziali, se una società deve servire efficacemente tutti i suoi portatori d’interesse nel tempo – non solo gli azionisti, ma anche i dipendenti, i clienti e la comunità”.
 - iii. Un appello al mondo della finanza: “Il Mondo ha bisogno della Vostra *leadership*”, “Le società devono dimostrare il proprio impegno nei confronti delle nazioni, delle regioni e delle comunità in cui operano, in particolare, sulle questioni essenziali per la prosperità futura del mondo intero. Il mondo imprenditoriale non può certo risolvere tutte le questioni di importanza pubblica, ma ce ne sono molte, dalle pensioni alle infrastrutture, fino alla formazione per i lavori del futuro, che non possono essere risolte senza la *leadership* aziendale”.
- c. “*A Fundamental Reshaping of Finance*” del 14 gennaio 2020²⁰, in cui Larry Fink sottolinea il ruolo fondamentale della finanza, in generale, e degli *asset manager*, in particolare, nella costruzione di un nuovo paradigma di mercato. Gli elementi chiave della lettera del 2020 sono:
- i. La descrizione del ruolo dei gestori del risparmio: “Il denaro che gestiamo non è nostro ma appartiene a persone che in dozzine di diversi Paesi si impegnano per finanziare progetti di lungo termine, come la pensione.” “Noi sentiamo una forte responsabilità nei confronti di istituzioni e singoli individui - che siano gli azionisti della propria società o centinaia di altre persone -ossia quella di promuovere la creazione di valore nel lungo termine”;
 - ii. L’introduzione del rischio climatico come uno dei rischi di investimento: “Il cambiamento climatico è divenuto per le società un fattore determinante da prendere in considerazione nell’elaborare le strategie di lungo periodo”, “l’impatto significativo e duraturo che questo fenomeno avrà sulla crescita e sulla prosperità economica, un

²⁰<https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/larry-fink-ceo-letter>

rischio che i mercati fino ad oggi sono stati più lenti a recepire. Ma la consapevolezza sta cambiando rapidamente e credo che siamo sull'orlo di una completa trasformazione della finanza.”;

iii. L'introduzione dell'idea di un capitalismo responsabile e trasparente per cui “le aziende, gli investitori e i governi devono prepararsi per una significativa riallocazione del capitale”.

3. La risposta del mercato alla lettera di Larry Fink, il 19 agosto 2019, in occasione della *Business Round table*²¹, nel corso della quale 181 amministratori delegati hanno definito “*a new statement on the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’*”. Un manifesto delle più grandi società del mondo che dichiarano di voler includere nelle proprie strategie di investimento il soddisfacimento di tutti gli *stakeholder*, inclusa la comunità e non solo degli *shareholder*. Infatti, essi, rivedendo i “*Principles of Corporate Governance*” affermano che: “*Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country*”²².
4. La frequenza con la quale è trattato il tema della sostenibilità in tutti i giornali del mondo, in particolare nel Financial Times, nelle numerose ricerche e negli studi accademici. Dal 25 settembre 2019, il Financial Times ha dato vita ad una nuova *newsletter* tematica (“*Moral Money*”) che è definita “*your guide to better business and finance*”. La newsletter ha come obiettivo la raccolta di informazioni, analisi, notizie che riguardano il mondo degli investimenti sostenibili e responsabili nel loro complesso e, in particolare, l'*impact investing*, le tendenze *ESG* e gli obiettivi *SDGs*. *Moral Money* ha realizzato un servizio aggiuntivo giornaliero durante il “*World Economic Forum Annual Meeting*” tenutosi a Davos dal 21 al 24 gennaio 2020 sul tema “*Stakeholders for a Cohesive and Sustainable World*”. Il tema della sostenibilità, in generale, e della finanza sociale, in particolare, è stato giornalmente raccontato da *Moral Money*. A livello nazionale, l'attenzione al tema della finanza sostenibile è anche testimoniata dalla attenzione dei media, ad esempio il Sole24ore dedica una nuova sezione di consultazione dedicata esclusivamente alla tematica della “Sostenibilità” e, a fine 2019, di un

²¹Business Roundtable è un'associazione non profit americana, con sede a Washington, nata nel 1972 e che riunisce gli amministratori delegati delle principali aziende americane.

²²<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>

“Osservatorio *ESG*”²³ che fornisce i risultati delle indagini 2018 e 2019, rispettivamente su 208 e 289 aziende quotate in Piazza Affari, sulle tematiche ambientali, sociali e di *governance*²⁴. Il tasso di risposta del campione è ancora molto basso ma l’interesse verso questi argomenti sembra presente anche in aziende che non sono obbligate alla stesura del Bilancio di Sostenibilità, ovvero alla Dichiarazione non Finanziaria²⁵.

Negli ultimi due anni, assecondando la tendenza europea²⁶ ed internazionale²⁷, i principali organi di vigilanza italiani hanno iniziato a dare rilievo al tema della sostenibilità per gli investitori istituzionali, in particolare:

- L’Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS) il 3 luglio 2019 ha emanato un nuovo regolamento in materia di *governance* per le compagnie di assicurazione per completare l’adeguamento alla Direttiva 2009/138/CE (c.d. *Solvency II*), coerentemente alle Linee Guida emanate nel 2016 dall’*European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)*, in cui è inserita la prescrizione al sistema di governo societario dell’identificazione, la valutazione e la gestione dei rischi di natura ambientale e sociale;
- La Banca d’Italia il 15 maggio 2019 ha diffuso un comunicato stampa intitolato “La Banca d’Italia dà valore alla sostenibilità negli investimenti finanziari” in cui afferma che privilegerà, nelle proprie scelte di investimento, “le imprese che impiegano metodi produttivi rispettosi dell’ambiente, che garantiscono condizioni di lavoro inclusive e attente ai diritti umani e che adottano i migliori *standard* di governo di impresa. A questo scopo ha modificato le modalità di gestione dei propri investimenti azionari attribuendo un maggior peso ai fattori che aumentano la sostenibilità (fattori *ESG*)”²⁸. L’organo di vigilanza del sistema bancario spiega inoltre le motivazioni della propria scelta e l’approccio adottato, la modalità di

²³<https://www.ilsole24ore.com/art/sostenibilita-osservatorio-esg-aiutare-investitori-green-AD4Mn0E>

²⁴ È possibile analizzare i risultati al seguente indirizzo: <https://www.ilsole24ore.com/sez/sostenibilita/osservatorio>

²⁵ Tale obbligo è stato introdotto dal Decreto legislativo del 30 dicembre 2016, n. 254.

²⁶ Ad esempio, il 7 marzo 2018, la Commissione Europea ha rilasciato l’*Action Plan “Financing Sustainable Growth”*, in cui, tra le altre richieste, incoraggia l’integrazione dei criteri *ESG* e l’adozione di un approccio di lungo periodo nei processi decisionali dei Consigli di Amministrazione; il 14 dicembre 2019, l’Unione Europea è emanata la DIRETTIVA (UE) 2016/2341 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP);

²⁷ Ad esempio, a fine 2017 le principali banche centrali e autorità di supervisione del mondo hanno creato l’organismo internazionale “*Network for Greening the Financial System*”.

²⁸ Banca d’Italia (2019). Comunicato stampa “Nella gestione dei propri investimenti finanziari la Banca d’Italia dà valore alla sostenibilità”.

comunicazione al pubblico e la volontà di estendere questa strategia di investimento dal comparto azionario alle obbligazioni *corporate*;

- La Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP) il 29 marzo 2019 ha avviato la pubblica consultazione delle Direttive per consentire ai fondi pensione di adeguarsi alle novità normative derivanti dal Decreto legislativo 147/2018, che recepisce la Direttiva 2016/2341/CE (c.d. *IORP II*)²⁹ con l'esplicito intento di “incoraggiare i fondi pensione ad adottare un approccio strategico e di lungo periodo per l'integrazione dei fattori *ESG*, in particolare, nella gestione dei rischi e nelle strategie di investimento”.

In questo generale ripensamento dei principi etici alla base del sistema finanziario e dell'agire degli attori di mercato, si colloca il rafforzamento e l'espansione del moderno concetto di *impact investing*, che viene rappresentato come la strategia di investimento sostenibile e responsabile più pura, come sarà analizzato nel capitolo seguente.

²⁹https://www.covip.it/wp-content/files_mf/1553857120ComunicatostampaDirettiveIORPII.pdf

2. *Impact investing*: inquadramento generale

2.1. Che cos'è l'*impact investing*?

L'*impact investing* è un fenomeno che trova origine nei movimenti trasformativi avvenuti negli anni Novanta³⁰, in particolare in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Australia, seppure con caratteristiche differenti, in risposta ai cambiamenti sociali ed ambientali, allo sviluppo di nuove esigenze da parte delle istituzioni e alle nuove tendenze delle giovani generazioni. L'interesse verso questa forma di investimento si è però rafforzata solo successivamente, in un contesto in cui il sistema finanziario occidentale, considerato un sistema economico evoluto e che di seguito sarà definito come “tradizionale”, stava vivendo un momento di crisi e stagnazione (2007-2009). Le istituzioni finanziarie tradizionali avevano perso la fiducia di investitori e clienti e, secondo numerosi accademici e attori di mercato, la soluzione che avrebbe potuto garantire una complessiva ripresa economica sarebbe potuta essere legata a un riavvicinamento ai principi etici che dovrebbero reggere un sistema finanziario evoluto e a un ripensamento completo dei principi di fondo e dei criteri che lo guidano.

In realtà, le prime forme di investimento “*social impact*” sono antecedenti, e riguardano, ad esempio, la nascita di alcune istituzioni finanziarie di sviluppo come il *Commonwealth Development Corporation (CDC)* nel Regno Unito nel 1948 o la creazione del *World Bank's International Finance Corporation (IFC)* nel 1956 (O' Donohoe *et al.*, 2010). Nel periodo 1960-1980, negli Stati Uniti, a partire dagli anni della guerra del Vietnam, sono iniziati ad emergere maggiormente tipi di investimento finanziario che possono essere collocati in posizione intermedia nello spettro del capitale – che spazia dalla filantropia alla finanza tradizionale (Figura 1) – e che evitano investimenti in società con impatto sociale e/o ambientale negativo, come imprese che producono tabacchi o alcool. Nel tempo le fondazioni e le organizzazioni filantropiche hanno cominciato a considerare l'idea di effettuare investimenti che producano un impatto maggiore e più duraturo e, ad esempio, nel 1970 la fondazione Ford ha effettuato il primo *program-related investments (PRIs)*, ovvero investimenti che hanno come minimo un'aspettativa di restituzione del capitale ma vogliono contestualmente generare benefici sociali.

Nonostante le radici del fenomeno siano più antiche, l'idea attuale di *impact investing*, distinta dagli investimenti sostenibili e responsabili, dai *PRIs* e dalle istituzioni finanziarie di

³⁰ Il fenomeno è nato in date differenti nei vari Paesi di natura anglofona come sarà spiegato nel Paragrafo 2.2.

sviluppo, è apparsa negli anni Novanta e si è rafforzata dalla crisi finanziaria del 2007-2009, dando origine anche ad una prima specifica definizione di tale forma di investimento.

Social value			Blended	Financial value		
Philanthropy	Social investment	Program-related investment	Impact investment	ESG investment	Socially responsible investment	Traditional investment
Pure philanthropic grant-making without expectation of financial return	Investment that generates social impact as well as some financial return	Investment that generates social impact and expects at least a return of the principal	Investment in companies whose primary goal is to deliver social and environmental benefits, whilst also delivering a competitive financial return	Investment in companies that track environmental, social, and governance performance metrics	Investment that excludes socially and environmentally questionable companies	Investment that aims to maximize financial returns only

Figura 1: Lo spettro del capitale. Fonte: Bose S., Dong G., Simpson A. (2019). *The Financial Ecosystem. The Role of Finance in Achieving Sustainability*. Palgrave Macmillan. Palgrave Studies in Impact Finance.

Infatti, il termine “*impact investing*” è stato coniato al Bellagio Center della Rockefeller Foundation, sul Lago di Como, nel 2007 (Rodin e Brandenburg, 2014), durante la crisi economico-finanziaria, per identificare gli investimenti che perseguono il duplice obiettivo di generazione del rendimento finanziario e dell’impatto sociale e/o ambientale. Secondo quanto rappresentato dal Monitor Institute (Freireiche Fulton, 2009), si trattava di un fenomeno già esistente da anni ma che poteva essere rappresentato come una “piccola, disorganizzata nicchia di mercato che non aveva sufficiente leva finanziaria e che sarebbe rimasta tale ancora per molte decadi” (Monitor Institute, 2009). Da quegli anni, il mercato dell’*impact investing* ha avuto un’enorme evoluzione sia territoriale, diventando un fenomeno di portata internazionale, sia dimensionale, essendo una delle strategie sostenibile in maggiore espansione (EUROSIF, 2018), acquisendo grande rilevanza sia nei dibattiti accademici che per gli attori di mercato, i cosiddetti “*practitioner*”.

L’*impact investing* è, quindi, un fenomeno che assume forme molto variegata sia in termini di investitori e di aree geografiche dell’investimento, sia di mercato e di rendimenti, sia, inoltre, per motivazioni e tipologie di impatto generato, e pertanto non è facile trovare univocità definitoria, fenomenologica e terminologica.

«*Impact investing is both one thing and many things*», come enuncia il Monitore Institute³¹ e mentre durante la prima fase di sviluppo di questo mercato, il primo decennio degli anni 2000, la necessità di avere una definizione univoca non era un problema centrale in quanto ogni investitore attivo nel mercato definiva un proprio insieme di caratteristiche, vincoli e limiti che i progetti dovevano avere per essere finanziati, in una seconda fase, invece, con la nascita del termine specifico, sono mutate anche le esigenze degli attori di mercato che hanno iniziato a porre grande attenzione al tema definitorio. Gli investitori si sono resi conto che la sua mancanza rappresentava una barriera allo sviluppo di questo mercato e che una definizione univoca potesse aumentare la confidenza degli investitori, creare reti e, contemporaneamente, fosse fondamentale costituire un *framework* chiaro e condiviso di queste forme di investimento. La confusione definitoria è rappresentata come un ostacolo alla diffusione di questa strategia di investimento tra gli investitori *mainstream* che non riescono a comprenderla adeguatamente (Sandberg *et al.*, 2009), all'espansione di questo mercato nel suo complesso (Clark *et al.*, 2012; Conway *et al.*, 2012) e allo sviluppo di un ecosistema anche di aiuti governativi che possa consentire il coinvolgimento di tutti gli attori di mercato. Inoltre, la difficile definizione di “*impact investing*” è problematica anche per gli accademici che necessitano di una specifica schematizzazione, definizione e analisi del fenomeno per poter alimentare una ricerca specialistica sul tema (Leonard, 2012; Sandberg *et al.*, 2009).

La molteplicità di forme di investimento, aree di impatto, strumenti finanziari e tipologie di attori di mercato che rientrano nell'ampia definizione di *impact investing* la confusa segmentazione di questo mercato costituiscono, una delle maggiori sfide che la crescita di questo mercato si trova ad affrontare, come è possibile verificare anche analizzando l'“*Annual Impact Investor Survey*” del 2007 del GIIN(*Global Impact Investing Network*)³². Per questa ragione, numerosi accademici (Höchstädter e Scheck 2015) hanno analizzato molteplici documenti prodotti da attori di mercato e da accademici per identificare le principali inconsistenze definitorie e terminologiche del fenomeno dell'*impact investing*.

Dal punto di vista teorico, è possibile identificare due differenti definizioni di questo fenomeno: la teoria predominante *intenzionalista*, proposta dal *Global Impact Investing Network* (GIIN) e fatta propria dall'*European Sustainable Investment Forum* (EUROSIF)³³,

³¹ Nel report “Investing for Social & Environmental Impact: A design for Catalyzing an Emerging Industry” (2009)

³² Il *Global Impact Investing Network* (GIIN) è una rete internazionale di investitori e *practitioners* nata nel 2009 con l'obiettivo di diffondere e migliorare la diffusione della finanza ad impatto nel mondo.

³³ L'*European Sustainable Investment Forum* (EUROSIF) è il forum europeo per la finanza sostenibile che include: Forum per la Finanza Sostenibile (ITSIF), Forum pour l' Investissement Responsable (FIR), Forum

dalla *Social Impact Investing Task force (SIIT)*³⁴ e dal Forum per la finanza sostenibile³⁵, e la teoria degli addizionalisti, condivisa dai membri dell'*European Venture Philanthropy Association (EVPA)*³⁶, che ha anche determinato l'introduzione di un nuovo elemento definitorio di questo settore, l'*addizionalità*. Le reti internazionali della sostenibilità considerano l'*impact investing*, invece, come una delle strategie di investimento responsabile e sostenibile (*SRI*), nonostante ne riconoscano, a differenza delle altre strategie, la proattività dell'investitore, il quale non basa le sue scelte di investimento su un processo di selezione escludente e/o integrante dei titoli che fanno parte dell'universo investibile, ma bensì vuole generare attivamente un impatto sociale e/o ambientale con il proprio finanziamento. Infine, alcuni organismi internazionali, come il *World Bank Group*³⁷ e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE)³⁸, rappresentano gli investimenti ad impatto come possibili strumenti finanziari utili alla movimentazione di risorse finanziarie per il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile (*SDGs*).

In molti contesti, quando si utilizza il termine "*impact investing*" si fa riferimento esclusivamente all'impatto sociale e non a quello ambientale ma, come è possibile cogliere anche dall'impostazione adottata nella produzione scientifica promossa dal GIIN, non è possibile porre in alternativa la dimensione sociale e quella ambientale, in quanto si tratta di ambiti strettamente interconnessi. Infatti, considerando, ad esempio, il caso degli investimenti nell'area dell'*housing* sociale, è possibile notare come riguardo al problema abitativo le esigenze sociali legate alla difficoltà di avere un'abitazione o di pagarne le spese di manutenzione ordinaria e/o straordinaria sono perfettamente intrecciate con le esigenze di

Nachhaltige Geldanlagen (FNG), Spain Social Investment Forum (SPAINSIF), UK Social Investment (UKSIF) e Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO). È un'associazione non profit *multistakeholder*.

³⁴ La *Social Impact Investing Task force (SIIT)* è stata creata nel 2013 in Gran Bretagna per coordinare gli investimenti ad impatto sociale tra i Paesi G8 e gli altri (13 membri oltre all'Unione Europea) e per facilitare lo scambio di conoscenze e di politiche tra i governi e le varie organizzazioni. Ogni nazione coinvolta ha creato un *National Advisory Board* che coinvolgeva tecnici ed esperti del settore per definire quaranta raccomandazioni che garantiscono di estendere le potenzialità dell'imprenditoria sociale e della finanza ad impatto sociale.

³⁵ Il Forum per la Finanza Sostenibile è un'associazione *multistakeholder* non profit nata nel 2001 che ha come obiettivo la promozione della conoscenza e la pratica dell'investimento sostenibile, in modo da diffondere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di *governance (ESG)* nei prodotti e nei processi finanziari.

³⁶ L'*European Venture Philanthropy Association (EVPA)* è un'associazione non profit europea nata nel 2004 per dar vita ad una comunità di attori di mercato interessati alla pratica del *venture philanthropy* e dei *social investment*.

³⁷ Il *World Bank Group* è la Banca mondiale che comprende due istituzioni internazionali: la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo e l'Agenzia internazionale per lo sviluppo, che si sono prefisse l'obiettivo di lottare contro la povertà e organizzare aiuti e finanziamenti agli stati in difficoltà.

³⁸ L'OCSE è il nome italiano dell'*Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)*, organizzazione internazionale di studi economici per i Paesi membri (35), Paesi sviluppati aventi in comune un'economia di mercato, con sede a Parigi e nata nel 1948.

tutela dell'ambiente, visto che le abitazioni private sono tra le prime cause di generazione di anidride carbonica. Un altro esempio può essere rappresentato dai cosiddetti “migranti ambientali”, ovvero persone costrette ad emigrare dalle loro comunità di origine per il deterioramento delle condizioni di vita a causa di problemi ambientali come, ad esempio, il cambiamento climatico. Questa migrazione ambientale ha ovviamente anche ripercussioni sulla componente sociale.

Di seguito, sono riportate le principali teorie sulla definizione del fenomeno dell'*impact investing* e gli enti o le reti internazionali che le diffondono.

La teoria intenzionalista

La definizione predominante e spesso citata da gran parte degli attori di mercato e accademici è quella prodotta dal GIIN che ha consentito a questa strategia di investimento di passare da un fenomeno proprio di un piccolo gruppo di attivisti a una modalità di investimento presa in considerazione dalle istituzioni finanziarie e dai cosiddetti investitori “*mainstream*” (Monitor Institute, 2009). L'organizzazione di riferimento a livello internazionale definisce l'*impact investing* come “*l'insieme degli investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intento di generare un impatto sociale e ambientale misurabile e in grado, allo stesso tempo, di produrre un ritorno economico per gli investitori*” (GIIN, 2014)³⁹. Le caratteristiche principali del fenomeno sono, quindi, le seguenti⁴⁰:

1. L'intenzionalità: l'investitore vuole generare un impatto positivo dal punto di vista sociale e/o ambientale. L'impatto non è una conseguenza, un'esternalità (positiva o negativa) dell'investimento ma bensì l'obiettivo principale che questa tipologia di investitore si pone;
2. Il rendimento finanziario atteso: varia da investitore ad investitore ed in base ai loro obiettivi ma prevede almeno la restituzione del capitale investito; si tratta di un capitale non concessorio, quindi, di un fenomeno diverso dalla filantropia che invece prevede la concessione di un capitale senza alcuna aspettativa di restituzione (concessorio) e la discontinuità degli investimenti che non offrono sostenibilità di lungo termine ai progetti finanziati (La Torre e Vento, 2006);
3. L'eterogeneità dei rendimenti e delle classi di attivo: i rendimenti possono essere inferiori o in linea con quelli di mercato e comprendono numerose classi di attivo, da

³⁹<https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

⁴⁰<https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

strumenti liquidi ed equivalenti alla moneta, anticipi dei flussi di cassa, a strumenti di *venture capital (VC)*, *private equity (PE)*, fondi di investimento diretti ed indiretti (Hebb, 2013);

4. La misurabilità: dell'impatto sociale e ambientale, con obiettivi e metodologie differenti, e la rendicontazione degli impatti generati attraverso la pubblicazione di una reportistica specifica, come, ad esempio, il *report* d'impatto per i fondi di investimento. La definizione delle metodologie di misurazione dell'impatto e la scelta degli indicatori e delle metriche per effettuarla sono tra le questioni più dibattute riguardo questo fenomeno.

Il GIIN delinea anche tre ulteriori caratteristiche degli investimenti ad impatto (GIIN, 2019)⁴¹:

1. L'uso dei dati di impatto e di prove nella definizione degli investimenti, ovvero gli investimenti ad impatto non possono essere progettati su intuizioni ma devono utilizzare prove e dati laddove disponibili per guidare la progettazione intelligente degli investimenti che sarà utile nel contribuire ai benefici sociali e ambientali;
2. La gestione delle *performance* di impatto, ovvero gli investimenti ad impatto hanno un'intenzione specifica e richiedono che siano gestiti verso tale intenzione. Ciò include l'attivazione di circuiti di *feedback* e la comunicazione di informazioni sulle prestazioni finanziarie;
3. Il contributo alla crescita del settore dell'*impact investing*, ovvero gli investitori con pratiche di investimento a impatto credibile utilizzano termini, convenzioni e indicatori di settore comuni per descrivere le loro strategie di impatto, obiettivi e *performance*. Condividono, ove possibile, anche la formazione, per consentire agli altri di apprendere dalle loro esperienze su ciò che effettivamente contribuisce al beneficio sociale e ambientale.

Secondo il GIIN e la corrente di pensiero degli "intenzionalisti" l'elemento saliente della strategia di investimento ad impatto è il ruolo proattivo dell'investitore, che ha la volontà di generare un impatto positivo sociale e/o ambientale e, per questa ragione, gran parte degli sforzi della ricerca e degli attori di mercato sono focalizzati sull'individuazione di metodologie e metriche adeguate alla misurazione dell'impatto.

⁴¹<https://thegiin.org/characteristics>

Utilizzando l'intenzionalità come criterio definitorio degli investitori, è possibile considerare le seguenti categorie di finanziatori: *finance-only*, *finance-first*, *impact-first*, *impact-only* (Figura 2).



Figura 2: Tipologie di investitori. Fonte: Elaborazione propria.

Secondo le principali ricerche (Freireich e Fulton, 2009), è necessario includere tra gli investitori ad impatto sia gli “*impact-first*”, i quali hanno come obiettivo primario la generazione dell'impatto sociale e/ambientale positivo e che hanno come obiettivo la generazione di un rendimento “misto”, finanziario e sociale, sono disposti a rinunciare a parte dei rendimenti o a sopportare rischi più elevati per averlo, investendo sia capitale commerciale che capitale paziente⁴²; sia i “*finance-first*” che seppure abbiano un obiettivo primario, puramente commerciale, di rendimento finanziario, inseriscono valori sociali e/o ambientali come *driver* del loro processo di investimento.

Nel documento “*Investing for impact*” del 2019, l'*European Venture Philanthropy Association* (EVPA, 2019) ha proposto una nuova suddivisione degli investimenti ad impatto, basata sull'intenzionalità degli investitori e sull'*impact strategy*, ovvero la modalità attraverso cui gli investitori ad impatto organizzano le loro attività per generare impatto sociale e/o ambientale, avere un rendimento finanziario e gestire il rischio associato al raggiungimento dei due obiettivi precedenti. I due possibili approcci di *impact strategy* confrontati (Figura 3) sono:

⁴² Per “capitale paziente” si intende un investimento che, sotto forma di capitale azionario, debito o donazione, viene impegnato in progetti ad alto impatto sociale, presenta un orizzonte temporale di medio-lungo termine, un alto livello di tolleranza al rischio e la disponibilità ad ottenere rendimenti inferiori rispetto agli investimenti tradizionali in cambio della generazione di un impatto misurabile e durevole.

- *investing for impact*, il quale prevede che gli investitori si concentrino principalmente sul bisogno o l'esigenza sociale e/o ambientale che vogliono soddisfare e cerchino, di conseguenza, lo strumento finanziario più adeguato al raggiungimento del risultato prefissato. L'obiettivo primario è quindi il conseguimento dell'impatto sociale e/o ambientale e per ottenerlo tali soggetti sono disposti a rinunciare in parte al rendimento finanziario, investono principalmente nelle *Social-Purpose Organitations (SPOs)*⁴³, costruiscono soluzioni finanziarie innovative, acquisiscono metodologie di misurazione dell'impatto rigorose e spesso personalizzate, assumono rischi maggiori e tendenzialmente offrono capitali di ammontare limitato accompagnati da un supporto non finanziario. Un tipico esempio di investitori *for impact* sono i *venture philanthropist*, ovvero gli enti di beneficenza tradizionali che hanno acquisito nel loro processo di concessione di capitali un approccio aziendale e che utilizzano strumenti finanziari vari (non solo prestiti a fondo perduto) per ottenere un impatto sociale e/o ambientale;
- *investing with impact*, che suppone che gli investitori svolgano un ruolo fondamentale nello sviluppo dei *business model* sociali e considerino il tema dell'impatto sociale e/o ambientale nel loro intero processo di investimento ma che contemporaneamente gli investimenti devono generare un rendimento finanziario. Questa tipologia di investimento prevede la concessione di capitali ad imprese *for profit* che hanno anche una missione sociale e/o ambientale, utilizza metriche di misurazione dell'impatto standardizzate e non richiede una rinuncia in termini di rendimenti finanziari. Un esempio di investitori *with impact* può essere rappresentato dagli investitori tradizionali come fondi pensioni, banche, società di gestioni del risparmio che hanno accesso ad uno spettro di risorse molto ampio e che sono interessati anche alla generazione di un impatto positivo per la comunità circostante.

Entrambe le strategie sono valide per differenti *business model*.

⁴³Il termine "*Social-Purpose Organitations*" fa riferimento a tutte le organizzazioni che operano avendo come obiettivo principale la generazione di un impatto sociale e ambientale misurabile. In questa definizione sono inclusi: enti di beneficenza, organizzazioni non profit, imprese sociali, cooperative sociali ed imprese costituite come società per azioni o società a responsabilità limitata che perseguono l'obiettivo di generazione di impatto. Si tratta delle organizzazioni che generano direttamente l'impatto a differenza dei fondi di investimento e degli altri veicoli di investimento che, invece, vengono definiti "*impact investor*" in quanto creano impatto sociale e/o ambientale in maniera indiretta, ovvero finanziando le *SPOs*.

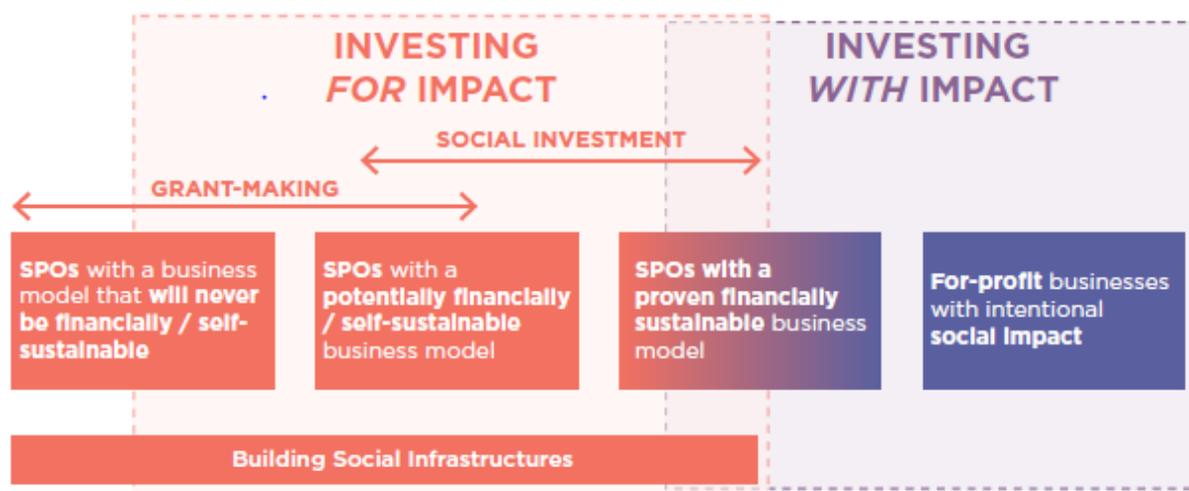


Figura 3: Classificazione EVPA degli investitori. (EVPA, 2019, *Investing for impact*)

La definizione intenzionalista dell'*impact investing* è stata adottata anche dal *National Advisory Board* Italiano della *Social Impact Investing Task force (SIIT)*, istituita in ambito G8, nel rapporto italiano del 2015 “la finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia”, che aveva come obiettivo l’individuazione delle modalità migliori per creare, nel territorio italiano, un ecosistema capace di sviluppare la forza generativa dell'*impact investing*. Tale rapporto vuole definire una “via continentale” per l'*impact investing*, che recepisca gli aspetti più interessanti del modello anglosassone ma che sia contemporaneamente in grado di valorizzare le peculiarità italiane. Nel documento si sottolinea che l’elemento saliente degli investimenti ad impatto sociale è appunto l’intenzionalità proattiva con cui l’investitore persegue, oltre al rendimento finanziario, l’impatto sociale e/o ambientale.

Teoria dell’addizionalità

L’idea dell’addizionalità viene ampiamente rappresentata da una corrente di pensiero contrapposta agli intenzionalisti, che si riconosce nella *European Venture Philanthropy Association (EVPA)*, *community* internazionale nata nel 2004 con l’obiettivo di promuovere il fenomeno del *venture philanthropy (VP)* e del *social investment (SI)* in Europa, diffondendo le migliori pratiche e condividendo la medesima visione sul tema.

I membri dell’EVPA affermano che la principale missione dell'*impact investing* dovrebbe essere quella di “sviluppare nuovi, più appropriati e migliori modelli di soddisfacimento dei bisogni sociali delle nostre comunità, creando soluzioni che siano socialmente innovative” (Balbo, Brusoni, Caselli, Vecchi, 2016: ppt. 105, traduzione dell’autore).

Secondo questa corrente di pensiero, l'obiettivo degli *impact investor* è non solo creare un impatto sociale e/o ambientale, come molte aziende e imprese fanno, bensì creare innovazioni “dirompenti” o “catalitiche”.

Le innovazioni vengono definite dirompenti o catalitiche quando “*creano un cambiamento sociale sistemico offrendo prodotti e servizi che hanno un maggiore valore o sono meno costosi delle alternative già esistenti*” (Christensen *et al.*, 2016).

Secondo L. Balbo (2016), co-fondatore del primo fondo italiano di *impact investing*, Oltre Venture I, e co-fondatore dell'EVPA, l'obiettivo dell'*impact investor* è “*l'applicazione della visione e della metodologia del settore tradizionale del venture capital, con un alto livello di selezione degli investimenti, un approccio scale-up ed un monitoraggio hands-on, a settori quali l'educazione, la sanità e tutti i servizi e le soluzioni per i gruppi più vulnerabili che fanno parte della nostra società, ovvero nelle aree che tipicamente non sono toccate dalle innovazioni dinamiche*” (Balbo, Brusoni, Caselli, Vecchi, 2016: pag. 104, traduzione dell'autore).

Secondo la teoria addizionalista, gli investitori ad impatto sono, in realtà, *mission-first investor*, ovvero investitori il cui obiettivo principale è l'ottimizzazione della missione, oltre che il rendimento finanziario e la generazione di impatto positivo sociale e/o ambientale.

La prospettiva addizionalista, presentata anche in altri contributi (Jones e Ray, 2015; Gill e Mc Creless, 2013; Dichter, 2013; Svedova *et al.*, 2014) è ampiamente criticata da alcuni intenzionalisti soprattutto per la difficoltà legata all'identificazione della componente addizionale che riduce l'attrattività di questo settore e che rende questo mercato ancora più di nicchia.

La teoria intenzionalista definisce, quindi, gli investitori ad impatto come motivati dalla creazione di impatto sociale, allo stesso modo dei filantropi, e dalla generazione di un rendimento finanziario, come per i *manager* del settore finanziario tradizionale, mentre gli addizionalisti si concentrano sull'analisi controfattuale. Secondo la metodologia controfattuale (tra gli altri si veda Martini *et al.*, 2006), è importante valutare quello che sarebbe successo se l'investitore ad impatto non avesse finanziato quel singolo progetto, quell'attività o quell'impresa, in quanto gli *impact investor* dovrebbero, con il loro capitale, contribuire alla creazione di un impatto sociale e/o ambientale addizionale, ovvero che non si sarebbe verificato senza il loro intervento. Le nuove soluzioni devono quindi essere replicabili ma anche visibili e riconosciute dalla società come portatrici e generatrici di risultati che in

modo efficiente contribuiscono alla creazione di impatto addizionale e non si occupano esclusivamente di trattare i bisogni. Questo approccio di investimento è anche in linea con le trasformazioni che stanno interessando alcuni specifici settori come, ad esempio, il settore sanitario in cui si è verificato un passaggio da un approccio “assistenziale” ad uno “generativo”. Il servizio sanitario non deve garantire più semplicemente assistenza ai suoi pazienti ma deve offrire pratiche generative, ovvero azioni a corrispettivo sociale, intendendo con ciò “attività che comportano il coinvolgimento attivo e responsabilizzante del soggetto destinatario di interventi di sostegno, finalizzato a rafforzare i legami sociali, favorire le persone deboli e svantaggiate nella partecipazione alla vita sociale, promuovere a vantaggio di tutti il patrimonio culturale e ambientale delle comunità, in generale, ad accrescere il capitale sociale” (Bezze e Geron, 2016).

Investimento sostenibile e responsabile

L’*European Social Impact Investment Forum* (EUROSIF) riprende, all’interno del *report “European SRI Study 2018”*, la definizione di *impact investing* prodotta dal GIINE contemporaneamente include questo fenomeno tra le possibili strategie di investimento sostenibile e responsabile. Le sette strategie di investimento SRI identificate dall’EUROSIF e riviste dalla medesima organizzazione nel 2012 sono le seguenti:

1. **Esclusioni** (*Exclusion of holdings from investment universe*): strategia che prevede la volontaria esclusione di singoli emittenti, settori, Paesi o specifiche aziende dall’universo investibile, sulla base di determinati principi e specifici valori. Ad esempio, alcuni investitori decidono di non investire nelle cosiddette “*sin stocks*” ovvero armi, tabacco, pornografia, etc.;
2. **Convenzioni internazionali** (*Norms-based screening*): strategia che è legata ad un processo selettivo basato sul rispetto di norme e *standard* internazionali definiti in sede OCSE, ONU, agenzie ONU (ILO⁴⁴, UNEP⁴⁵, UNICEF⁴⁶ e UNHCR⁴⁷) o in altre sedi internazionali, universalmente riconosciute; le principali norme internazionali prese in considerazione in questa strategia di investimento sono: le linee guida dell’OCSE destinate alle imprese multinazionali⁴⁸, la dichiarazione tripartita di

⁴⁴ ILO è l’acronimo per *International Labour Organization*

⁴⁵ UNEP è l’acronimo per *United Nations Environment Programme*

⁴⁶ UNICEF è l’acronimo per *United Nations International Children's Emergency Fund*

⁴⁷ UNHCR è l’acronimo per *United Nations High Commissioner for Refugees*

⁴⁸OECD (2011). Linee Guida OCSE destinate alle Imprese Multinazionali.

principi sulle imprese multinazionali e la politica sociale dell'ILO⁴⁹ e l'UN Global Compact⁵⁰;

3. **Best-in-class** (*Best-in-Class investment selection*): strategia che prevede un processo selettivo dei titoli in portafoglio in cui in ogni settore, categoria o classe di attivo si privilegiano gli emittenti valutati come “migliori” secondo i principi *ESG*;
4. **Investimenti tematici** (*Sustainability themed investment*): strategia focalizzata su uno o più temi, come, ad esempio, il “cambiamento climatico”, “il cibo”, “l'accesso all'acqua” e sulla base di tali temi vengono selezionati titoli ed emittenti;
5. **Integrazione dei fattori *ESG* nell'analisi finanziaria** (*ESG integration*): strategia che prevede l'integrazione dei principi *ESG* nell'intero processo di investimento e anche nell'analisi finanziaria;
6. **Engagement** (*Engagement and voting on sustainability matters*): strategia che si sostanzia nel dialogo costruttivo con gli emittenti su questioni di sostenibilità e nell'esercizio dei diritti di voto. Tale strategia può essere: *soft*, qualora l'investitore partecipi esclusivamente a teleconferenze, invio di relazioni, incontri periodici con i rappresentanti dell'impresa investita; *hard*, qualora l'investitore eserciti il diritto di voto sui punti all'ordine del giorno e intervenga in assemblea. Il livello di partecipazione dell'investitore dipende anche dalla quota azionaria che si possiede;
7. **Impact investing**.

La classificazione EUROSIF è sicuramente una delle più diffuse ma esistono numerose altre definizioni delle strategie di investimento responsabili e sostenibili, le quali variano solo leggermente e terminologicamente ma condividono precisamente i contenuti promossi dall'EUROSIF. Queste classificazioni alternative sono state proposte da:

- *GSIA: Global Sustainable Investment Alliance*;
- *PRI Association: Principles for responsible investments Association*;
- *EFAMA: European Fund and Asset Management Association*.

Nella figura sottostante (Figura 4) sono elencate le differenze terminologiche e strategiche che i tre organismi sopracitati presentano nella loro produzione scientifica.

⁴⁹ ILO (2017). *Dichiarazione tripartita di principi sulle imprese multinazionali e la politica sociale*.

Eurosif	GSIA-equivalent	PRI-equivalent	EFAMA-equivalent
Exclusion of holdings from investment universe	Negative/exclusionary screening	Negative/exclusionary screening	Negative screening or Exclusion
Norms-based screening	Norms-based screening	Norms-based screening	Norms based approach (type of screening)
Best-in-Class investment selection	Positive/best-in-class screening	Positive/best-in-class screening	Best-in-Class policy (type of screening)
Sustainability themed investment	Sustainability-themed investing	Sustainability themed investing	Thematic investment (type of screening)
ESG integration	ESG integration	Integration of ESG issues	-
Engagement and voting on sustainability matters	Corporate engagement and shareholder action	Active ownership and engagement (three types): Active ownership Engagement (Proxy) voting and shareholder resolutions	Engagement (voting)
Impact investing	Impact/community investing	-	-

Figura 4: Strategie di investimento Sostenibili e Responsabili. (fonte: Eurosif (2018). *European SRI Study. Brussels*)

Anche il Forum per la finanza sostenibile rappresenta l'*impact investing* come una delle possibili strategie di investimento sostenibile e responsabile e riprende la definizione riportata dal GIIN ma, a differenza dell'EUROSIF, non include un'ulteriore caratteristica di tali investimenti, ovvero l'addizionalità. Il Forum per la Finanza Sostenibile è uno dei membri fondatori di EUROSIIF, insieme a: *Forumpour l'Investissement Responsable* (FIR), *Forum Nachhaltige Geldanlagen* (FNG), *Spain Social Investment Forum* (SPAINSIF), *UK Social Investment Forum* (UKSIF) e *Vereniging van Beleggersvoor Duurzame Ontwikkeling* (VBDO).

Infatti l'EUROSIF, pur condividendo la definizione intenzionalista dell'*impact investing*, include tra i fattori definitori di questa strategia di investimento, oltre l'intenzionalità e la misurabilità, anche l'addizionalità ovvero la "generazione di un impatto positivo attraverso la fornitura di capitale privato".

Il rapporto tra la strategia di *impact investing* e gli investimenti *SRI* è però molto meno chiaro di quanto appare nella definizione proposta dall'EUROSIF e confermata da alcuni contributi come, ad esempio, Shulman e George (2012). Infatti, numerosi ricercatori come, ad esempio, Geobey e Weber (2013), distinguono nettamente tra gli investimenti *SRI* che, con diverse strategie, effettuano una selezione degli investimenti in base ai principi *ESG* e gli *impact investment* che hanno come obiettivo la simultaneità della generazione di rendimenti finanziari e di impatto sociale e/o ambientale. Questa netta differenza viene ampiamente

condivisa anche dagli attori della finanza a impatto, che sembrano mossi da motivazioni molto differenti. Gli investimenti *SRI* mirano ad ottenere un rendimento finanziario, tipicamente in linea con i rendimenti di mercato degli investimenti tradizionali, effettuando però uno *screening* positivo o negativo dell'universo investibile. L'idea è, quindi, di escludere gli investimenti che possano causare danni alla società o all'ambiente (*negative screening*) e selezionare investimenti che siano coerenti con i principi *ESG* che l'investitore ha definito (*positive screening*). Gli investimenti *SRI* hanno come obiettivo la minimizzazione dell'impatto negativo a differenza degli *impact investment* che vogliono proattivamente creare un beneficio sociale e/o ambientale (O' Donohoe *et al.*, 2010). Infine, Höchstädter e Scheck (2015), analizzando i contributi proposti da attori di mercato e accademici sul tema, hanno identificato una serie di elementi aggiuntivi che distinguono in modo inequivocabile gli investimenti *SRI* da quelli ad impatto:

1. La natura dell'investimento: gli investitori *SRI* garantiscono finanziamenti attraverso strumenti negoziati sui mercati pubblici come obbligazioni, azioni, fondi mentre gli investitori ad impatto conferiscono capitale di debito o azionario attraverso strumenti finanziari *tailor-made*, scambiati al di fuori dei mercati regolamentati;
2. L'ampiezza dell'investimento: gli investimenti *SRI* prevedono la concessione di capitale a grandi organizzazioni ed imprese mentre gli *impact investor* selezionano tipicamente realtà con dimensioni medio-piccole.

L'*impact investing* potrebbe essere considerato come la più pura delle strategie di investimento sostenibile e responsabile.

Questa divergenza di opinioni si registra anche nelle conferenze sul tema che coinvolgono gli attori di mercato, in quanto mentre gli *impact investor* ritengono di mettere in atto una strategia di investimento che ha pochi elementi in comune con gli investimenti *SRI*, molti investitori *mainstream* ed istituzionali ritengono che si tratta di una delle strategie di investimento responsabile e sostenibile. Si consideri, ad esempio, la Fondazione Social Venture Giordano Dell'Amore, uno degli attori di mercato italiano che si auto dichiara *impact investor*: la Fondazione propone in maniera separa gli investimenti sostenibili e responsabili, indicati rispettivamente (cfr. Figura 5) come investimenti *finance-first* e investimenti *impact-first*.

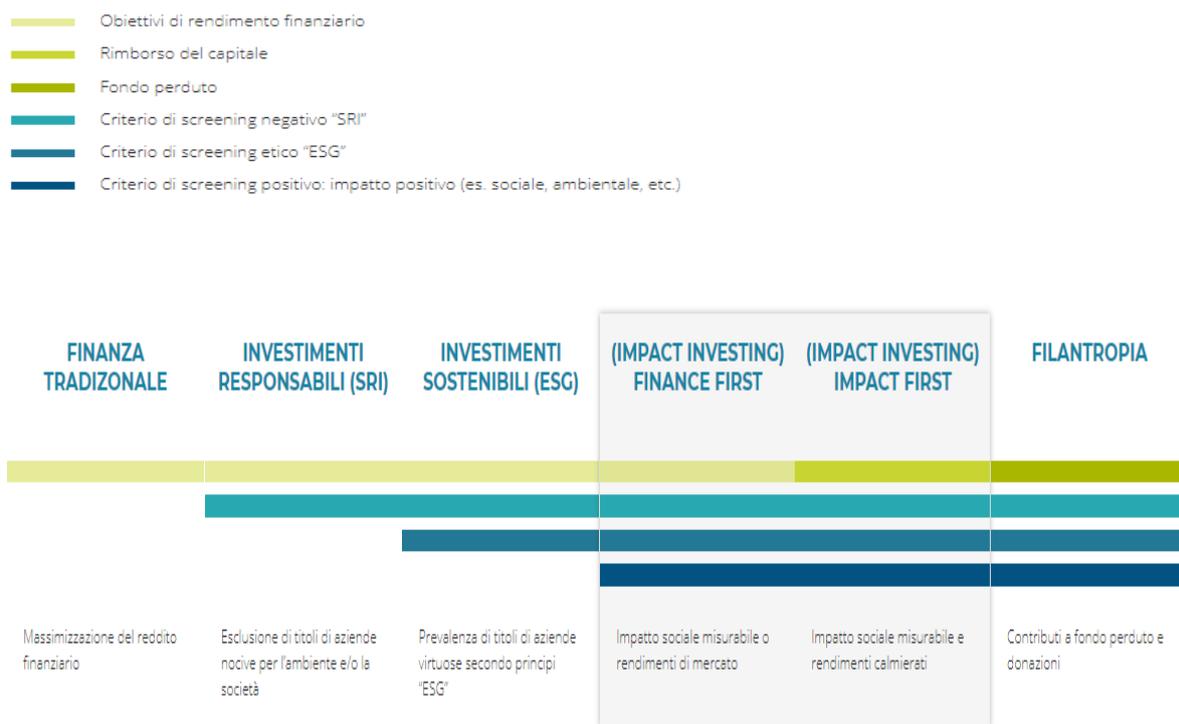


Figura 5: Gli investimenti dalla finanza tradizionale alla filantropia. (fonte: Fondazione Venture Capital Giordano dall'Amore, <https://www.fondazione-socialventuregda.it/impact-investing/cosa-e-impact-investing/>)

Sicuramente la mancanza di univocità nelle definizioni del fenomeno della finanza ad impatto non consente di delineare in maniera netta il rapporto tra queste forme di investimento e gli investimenti *SRI* e alimenta la confusione, tutt'altro che terminologica, per attori di mercato ed accademici.

La distinzione tra investimenti ad impatto ed investimenti responsabili e sostenibili è adottata anche da numerosi organismi internazionali, come, ad esempio, dall'OCSE⁵¹ che “nello spettro del capitale: verso un maggiore impatto” rappresenta queste forme di investimento come contigue ma separate (Figura 6).

⁵¹OECD (2019). *Social Impact Investment 2019: The Impact Imperative for Sustainable Development*. OECD Publishing, Paris.

Figura 1.3. Lo spettro del capitale: verso un maggiore impatto

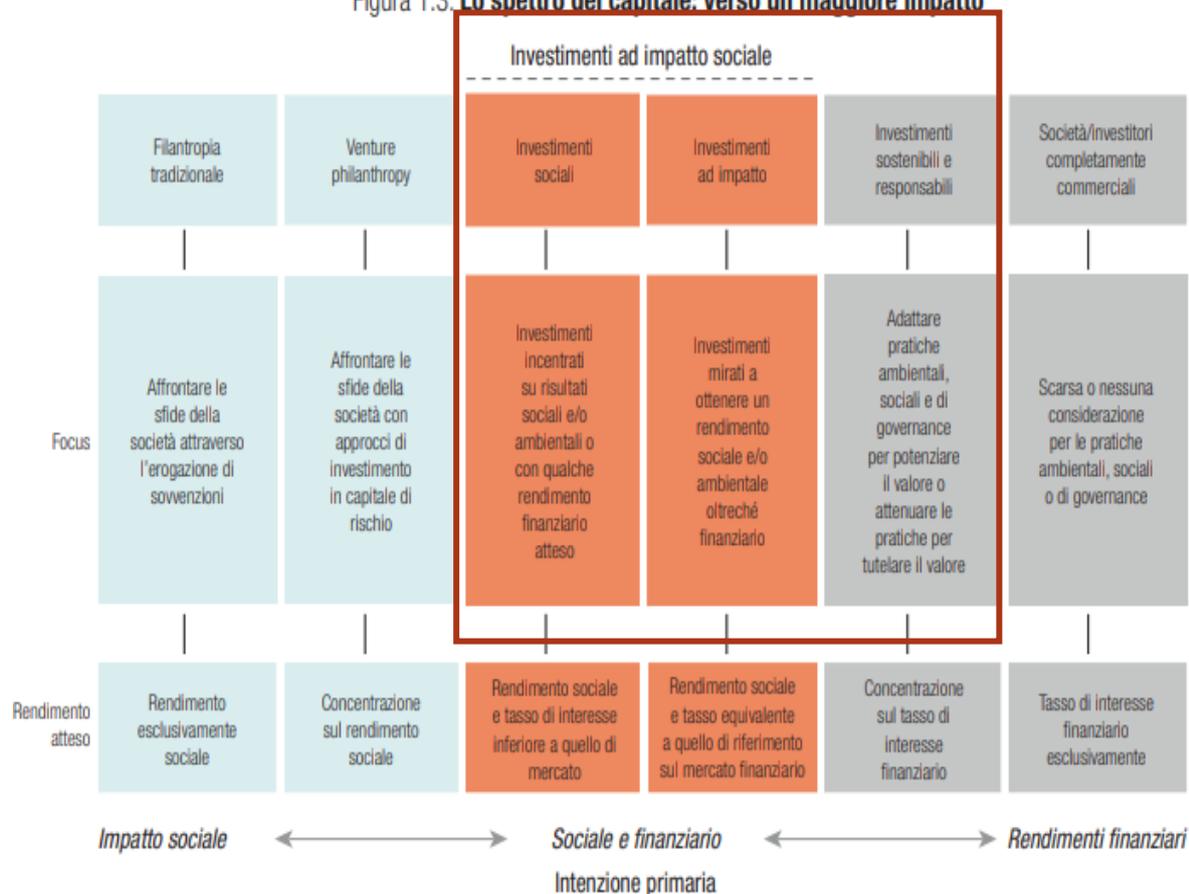


Figura 6: Lo spettro del capitale: verso un maggiore impatto. (fonte: OECD, 2019. *Social Impact Investment 2019: The Impact Imperative for Sustainable Development*. OECD Publishing, Paris)

L'impact investing per raggiungere i Sustainable Development Goals (SDGs)

Il *World Bank Group* rappresenta il fenomeno dell'*impact investing* come una significativa opportunità per utilizzare capitali del settore privato per raggiungere i *Sustainable Development Goals (SDGs)* e gli obiettivi sul clima dell'accordo di Parigi del 2015 (COP21). Un'agenzia del Gruppo Banca Mondiale, l'*International Finance Corporation (IFC)*, la più grande istituzione per lo sviluppo globale incentrata sul settore privato nei mercati emergenti⁵², afferma che molti investitori ad impatto utilizzano gli *SDGs* come strumento per valutare il legame tra i capitali investiti e gli obiettivi di impatto raggiunti. Inoltre, quest'agenzia, da sempre all'avanguardia nello sviluppo degli investimenti ad impatto nei mercati emergenti, nell'aprile del 2019 ha lanciato i cosiddetti "*Operating Principles for*

⁵²<https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/greenbondsbridge/ifc.htm>

*Impact Management*⁵³, firmati da 77 organizzazioni internazionali, ovvero i seguenti principi che gli operatori di mercato seguiranno nei loro investimenti ad impatto:

1. Definire gli obiettivi strategici di impatto in maniera consistente alla strategia di investimento;
2. Gestire l'impatto strategico a livello di portafoglio e non di singolo *asset*;
3. Stabilire precisamente il contributo del *manager* nel raggiungimento degli obiettivi di impatto;
4. Determinare le aspettative di impatto per ogni investimento sulla base di un approccio sistematico;
5. Determinare, indirizzare, monitorare e gestire potenziali impatti negativi di ogni investimento;
6. Monitorare lo sviluppo di ogni investimento nel raggiungimento degli obiettivi di impatto rispetto alle aspettative;
7. Effettuare *exit* considerando gli effetti dell'impatto;
8. Rivedere processi, documentare e prendere decisioni sulla base del raggiungimento degli obiettivi di impatto;
9. Informare pubblicamente riguardo l'allineamento o disallineamento tra il proprio operato e i principi appena enunciati.

Il legame tra investimento ad impatto e raggiungimento degli obiettivi *SDGs* è affrontato anche in altri contributi recenti:

1. Il GIIN⁵⁴ nel 2018 ha prodotto una mappatura degli investitori ad impatto internazionali e dei loro portafogli tematici classificandoli in base agli *SDGs* e alle aree di impatto per dimostrare l'allineamento tra gli obiettivi degli investitori e gli obiettivi globali. L'associazione internazionale ha descritto una serie di *case study* per mostrare nel dettaglio le differenti e sofisticate forme di investimento scelte dagli investitori ad impatto per indirizzare capitali verso il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile;

⁵³https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/development+impact/principles

⁵⁴*Financing the sustainable development goals: impact investing in action (2018)*, by The GIIN Global Impact Investing Network

2. il *Global Steering Group for Impact Investment (GSG)*⁵⁵, gruppo di lavoro indipendente creato nel 2015 per incorporare e sviluppare il lavoro prodotto dalla *Social Impact Investment Task force (SIIT)* nata quando il Regno Unito era allaguidadel G8, rappresenta “*the promise of finance for the SDGs*”, nel quale sono elencati tutti gli strumenti finanziari che possono essere funzionali al raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile. In questo elenco, è possibile ritrovare numerosi strumenti finanziari riconducibili all’ampio spettro dell’*impact investing* e, in particolare, i *green bond* e gli *impact PE Funds*;
3. TIRESIA⁵⁶, il centro internazionale di ricerca promosso dalla School of Management del Politecnico di Milano, nel “Tiresia Impact Outlook 2019” ha chiesto ai propri intervistati in quali settori investissero maggiormente e ha analizzato quanto l’impegno nei singoli settori citati contribuisca ai diversi *SDGs* basandosi sull’ipotesi di far corrispondere a ciascun settore un solo *SDG* prioritario;
4. l’OCSE (OCSE 2019) presenta gli investimenti ad impatto come strumenti utili alla movimentazione di risorse finanziarie per rendere più ambiziosa la strategia di finanziamento finora concepita per lo sviluppo sostenibile, sostenendo che “gli investimenti ad impatto sociale (IIS) forniscono finanziamenti alle organizzazioni che affrontano le esigenze sociali e/o ambientali con l’esplicita attesa di rendimenti misurabili, sociali e finanziari: si tratta di un modo per incanalare nuove risorse verso gli Obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS)” (OECD, 2019);
5. Toniic, una comunità internazionale di investitori ad impatto che collaborano tra loro per diffondere le conoscenze e favorire lo sviluppo di questo mercato, afferma, nel suo sito internet⁵⁷, che la propria visione sugli investitori ad impatto è che essi siano funzionali alla risoluzione dei grandi problemi del mondo. Visto che molte delle esigenze globali sono sintetizzate nei *Sustainable Development Goals (SDGs)*, gli investimenti ad impatto devono contribuire al loro raggiungimento.

Il legame proposto tra il fenomeno dell’*impact investing* e gli obiettivi di sviluppo sostenibile consente di inquadrare nuovamente lo sviluppo di questo mercato in un generale ripensamento dei modelli finanziari ed economici che dalla crisi finanziaria 2007-2009 si sta

⁵⁵*Global Steering Group for Impact Investment* (Ottobre 2018). *Investing for A Better World Strengthening the Financial Services Value Chain to Meet the Sustainable Development Goals. Working Group Report.*

⁵⁶Tiresia Impact Outlook 2019.

⁵⁷<https://toniic.com/impact-investing/>

affermando. Inoltre, sottolinea nuovamente il confuso confine tra finanza ad impatto, sostenibilità, sviluppo sostenibile ed investimenti *SRI* ed il ruolo della finanza ad impatto che è funzionale al raggiungimento di obiettivi che presentano una valenza sociale e/o ambientale positiva.

Ulteriori definizioni di *impact investing*

A livello internazionale, è possibile trovare ulteriori definizioni del fenomeno dell'*impact investing* che variano solo leggermente rispetto alle sopracitate ma che è utile riportare per comprendere la rilevanza del problema definitorio di questo fenomeno sia a livello teorico che nella pratica operativa (Tabella 1).

Tabella 1: Ulteriori definizioni di *impact investing* (elaborazione propria dalla tabella in EUROSIF (2014). Impact investing in Europe. Extract From European SRI Study 2014)

Organizzazione	Definizione	Caratteristiche Principali	Caratteristiche innovative
WEF – World Economic Forum (2013)	L' <i>impact investing</i> è una strategia di investimento che ha come obiettivo intenzionale la creazione simultanea del rendimento finanziario e dell'impatto positivo sociale e/o ambientale che viene attivamente misurato; È espressamente definito il duplice obiettivo di creazione di impatto sociale/ambientale e di generazione di rendimenti finanziari.	Copre un'ampia gamma di strumenti finanziari ed investimenti, indipendentemente dallo stadio di sviluppo dell'impresa investita.	Il <i>focus</i> è sull'azione piuttosto che sull'intenzionalità che comunque ha rilevanza; Si tratta di un approccio di investimento e non di un <i>asset class</i> specifica; I risultati, finanziari e sociali/ambientali, sono attivamente misurati; Gli investitori sono disposti a rinunciare ad una parte del rendimento finanziario per ottenere un risultato sociale/ambientale positivo;
IESE research project (IESE)	Ogni investimento profittevole che	Correlazione tra impatto e rendimento	

<i>Business School – University of Navarra</i> (2013)	intenzionalmente genera misurabili benefici per la società.	finanziario; L'impatto sociale deve essere volontario e misurabile; E' necessario generare dei benefici positivi per la società.	
OECD - <i>Organization for Economic Co-operation and Development</i> (2014)	L'investimento sociale è la fornitura di capitali alle organizzazioni del Terzo Settore con il chiaro intento di generare un ritorno sociale oltre che finanziario.	Le aspettative di rendimento finanziario possono variare dalla restituzione del capitale ai rendimenti di mercato.	Prevede il coinvolgimento dell'investimento di soggetti privati anche in progetti che hanno benefici pubblici; Esplicita la terza dimensione sociale.
GSG – <i>Global Steering Group for Impact Investment</i> (2018)	Gli <i>impact investment</i> ottimizzano il rischio, il rendimento e l'impatto per offrire benefici alla popolazione e al Pianeta. Per fare ciò, gli investitori definiscono obiettivi sociali specifici, le finalità ambientali oltre che i rendimenti finanziari e misurano il loro raggiungimento.	Gli obiettivi di impatto devono essere misurabili come le <i>performance</i> finanziarie, la combinazione dei rischi, i <i>driver</i> degli investimenti e l'allocazione del capitale; Gli investimenti ad impatto cambiano in base alla scala e al problema/esigenza che devono soddisfare: il mondo affronta difficoltà sociali/ambientali molto varie che spaziano dall'accesso	L'esplicita inclusione del settore pubblico e della dimensione del Terzo Settore (sia imprenditoriale che degli enti non profit) tra gli attori di mercato rilevanti di questo ecosistema; Il riferimento alla valutazione della componente dei rischi e della combinazione di essi nei vari investimenti.

		<p>all'educazione primaria all'impatto negativo ambientale dei cambiamenti climatici;</p> <p>Gli investimenti ad impatto includono tutti e prevedono l'interazione tra capitali pubblici e privati, l'imprenditoria sociale, le organizzazioni non profit per il raggiungimento di ampi cambiamenti sociali che garantiscono benefici alla popolazione e al pianeta mentre generano rendimenti finanziari. Questi investimenti hanno eliminato la dicotomia tra "doing good" e "doingwell". E può essere sintetizzata nella formula: <i>"Purpose + Investment = Impact"</i>.</p>	
<p>GSIA - The Global Sustainable Investment Alliance (2019)</p>	<p>L'<i>Impact Investing</i> indirizza i capitali verso progetti, imprese che risolvono problemi sociali e/o ambientali. Negli investimenti ad</p>	<p>Questi investimenti prevedono che i capitali siano indirizzati verso imprese/organizzazioni che hanno un chiaro</p>	<p>Vengono inclusi i <i>community investments</i> negli investimenti ad impatto.</p>

	<p>impatto sono inclusi anche i <i>community investing</i>, ovvero gli investimenti dove il capitale è indirizzato direttamente verso individui o comunità che tradizionalmente sono escluse o che finanziano imprese con una chiara scopo sociale e/o ambientale.</p>	<p>scopo sociale e/o ambientale.</p>	
--	--	--------------------------------------	--

La definizione sopracitata mettono in evidenza importanti ulteriori caratteristiche dell'*impact investing*:

1. Si tratta di una strategia o approccio di investimento e non di una *stand-alone asset class* (WEF, 2013). Elemento sottolineato anche dall'ampia gamma di strumenti finanziari e di opportunità di finanziamento che vengono incluse sotto l'ampia definizione di *impact investing* e che spaziano da strumenti di capitale a strumenti di debito o strumenti ibridi;
2. Gli investitori ad impatto sono disposti a rinunciare a una parte del rendimento per generare un impatto sociale e/o ambientale (WEF, 2013);
3. Il settore pubblico viene riconosciuto come attore rilevante di questo mercato (OECD, 2014; GSG, 2018);
4. Si fa riferimento esplicito alle organizzazioni non profit e dell'imprenditoria sociale come attori rilevanti dell'ecosistema ad impatto (GSG, 2018);
5. È necessario prestare attenzione alla combinazione dei rischi nel processo di investimento ad impatto (GSG, 2018);
6. È necessario includere tra gli strumenti finanziari ad impatto anche i *community investments* (GSIA, 2019).

L'*Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD) ha anche identificato, nel documento "*Social Impact Investment: Building the Evidence Base*" del 2015, le ulteriori caratteristiche che gli investimenti ad impatto dovrebbero avere per essere considerati

eleggibili, oltre quelle già citate precedentemente ovvero la misurabilità dell’impatto generato, l’intenzionalità dell’investitore e le aspettative di rendimento finanziario:

1. *Social target areas*. L’organizzazione effettua un elenco delle aree in cui dovrebbero essere indirizzati gli investimenti ad impatto includendo servizi ad anziani, disabili, bambini e famiglie riguardanti questioni di ordine pubblico, sicurezza, occupazione, abitazioni, educazione, formazione. L’*OECD*, inoltre, ritiene che l’eleggibilità degli investimenti ad impatto in base alle aree di investimento varia anche tra Paesi sviluppati e Paesi in via di sviluppo come, ad esempio, può essere notato analizzando il caso del settore della microfinanza;
2. I beneficiari. I beneficiari degli investimenti ad impatto dovrebbero rientrare nella categoria di “*at-risk population*” intesa non semplicemente come l’insieme di soggetti che vivono in condizione di povertà (condizione non sufficiente) ma come la popolazione che potrebbe essere soggetta a differenti fenomeni di esclusione sociale che, se non gestiti appropriatamente, potrebbero comportare ampi costi per la comunità. Un esempio di questo potrebbe essere dato dai soggetti che nei Paesi sviluppati sono considerati “non bancabili” e, quindi, non hanno accesso al credito da parte degli investitori istituzionali tradizionali;
3. I beni ed i servizi offerti. Gli attori di mercato che compongono la domanda di capitale dovrebbero offrire beni e/o servizi caratterizzati da un adeguato “*degree of publicness*”, ovvero i risultati dovrebbero riguardare un miglioramento delle condizioni di vita individuali o della comunità, una riduzione dei costi sociali e/o un aumento dell’efficacia dei modelli di soddisfacimento dei bisogni;
4. La domanda di capitale. Le organizzazioni che offrono beni e/o servizi sociali dovrebbero: stabilire all’interno dello statuto i doveri di responsabilità di impatto sociale, ricevere una certificazione esterna e porre in atto azioni preventive che non consentano possibili problemi di *mission drift*⁵⁸.

Oltre alle definizioni riportate in Tabella 1, l’*impact investing* può essere definito, inoltre, come l’insieme degli investimenti effettuati con l’obiettivo di creare il cosiddetto “*shared value*” (Porter e Kramer, 2011).

⁵⁸ “*Mission drift*” è una espressione utilizzata per indicare il grado di deviazione dalla propria missione nel tempo; nel caso in cui, ad esempio, una istituzione riorienta la propria strategia sacrificando una parte del suo scopo sociale per il raggiungimento della sostenibilità finanziaria (RITMI, Glossario della Microfinanza).

Höchstädter e Scheck (2015) considerano due elementi caratterizzanti gli investimenti ad impatto:

1. La generazione di un impatto non finanziario, che può essere solo sociale o sia sociale che ambientale che solo ambientale. In alcuni casi, si tratta di un impatto “non specificato” e, in altri, di un impatto “addizionale”;
2. La generazione di rendimenti finanziari che possono essere in linea con quelli di mercato, inferiori, garantire solo la restituzione del capitale o, in alcuni casi, essere competitivi rispetto alle altre forme di investimento.

Roundy *et al.* (2017), invece, sottolineano che l'*impact investing* è un fenomeno concettualmente molto simile ad altre forme di investimento che prevedono la concessione di capitali ad imprese non profit e *for profit* ad un primo stadio di sviluppo come gli *angel investor*, i *venture capitalist* e altre organizzazioni filantropiche. Nonostante le similitudini tra queste tipologie di investitori che sono motivati nelle loro scelte non solo da ragioni puramente legate ai rendimenti finanziari, sussistono ampie differenze tra gli investitori ad impatto e le altre categorie di investitori sopracitati:

1. Le motivazioni degli *impact investor* sono spesso più complesse e sono legate a valori personali e morali e alla generale volontà di creare un cambiamento sociale e/o ambientale e creare un vantaggio generale per la comunità;
2. Gli investitori ad impatto sono disposti ad avere un “*patient capital*” o “*slow money*”, maggiormente in linea con i loro obiettivi di investimento, a differenza delle strategie aggressive di investimento degli *angel investor* e dei *venture capitalist*.

Le differenti forme di *impact investing*

La molteplicità definitoria di questo mercato è riscontrabile non solo nell'intricato problema teorico ma anche nella difficoltà, nella pratica operativa, di riconoscere ed individuare i soggetti che realmente possono essere considerati investitori ad impatto e gli strumenti finanziari specifici, in quanto sotto l'ampio cappello di “*impact investing*” è possibile ricondurre obiettivi, pratiche, *asset al location* completamente diversi. La varietà del fenomeno viene sottolineata anche nelle numerose definizioni sopracitate.

Le dimensioni rispetto alle quali maggiormente si differenziano gli *impact investor* sono le seguenti:

1. **Tipologia di investitori.** Esiste un pluralismo di attori di mercato e di investitori che necessitano di creare coalizioni e reti per condividere conoscenze, costi ed informazioni. Gli attori di mercato che rappresentano l'offerta di capitale negli *impact investment* possono essere classificati tra *asset owner*, ovvero soggetti che posseggono il capitale come *high-net worth individuals (HNWIs)*, *retail investor*, *business angels*, fondazioni, imprese, governie *asset manager*, ovvero istituzioni che gestiscono i capitali come società di gestione del risparmio, società di intermediazione mobiliare, *venture capital*, *private debt*, *private equity*, *venture philanthropy*, *family office*, fondi pensione, banche, assicurazioni, *development finance institutions (DFIs)*, *community development finance institutions (CDFIs)*, programmi di investimento governativi (HarjieJackson, 2012). Gli investitori possono anche essere suddivisi in *lending institutions* ed *equity deals and investments* in base alla tipologia di risorse finanziarie che concedono.

Il livello di coinvolgimento di alcuni investitori e, in particolare, di quelli istituzionali varia enormemente: da una sporadica offerta di prodotti ad impatto alla creazione di un dipartimento o di una divisione dedicata esclusivamente a questa forma di investimento, fino alla nascita di intermediari che perseguono uno scopo sociale ben identificato (Banca Etica, Banca Prossima). Inoltre, il ruolo degli attori di mercato può essere intercambiabile ed essi possono avere più di una funzione: alcune istituzioni come, ad esempio, quelle di microcredito possono fungere sia da intermediari che da fornitori di servizi e prodotti; altri attori di mercato, come le fondazioni bancarie, possono invece agire sia da *asset owner* che da fornitori di servizi e prodotti (Oleksiak *et al.* 2015). Infine, la variegata tipologia di investitori comporta anche differenti obiettivi di investimento, società *target*, tipologie di capitale fornito.

2. **Tipologia di attori di mercato** (Balbo *et al.* 2017). Gli attori di mercato coinvolti in questo mercato variano enormemente anche per gli obiettivi che hanno e per le loro caratteristiche, rispetto alle quali è possibile distinguere tra:
 - a. Organizzazioni del Terzo Settore ed investitori sociali che sono interessati a trovare il modo più efficace per raggiungere obiettivi di impatto sociale e/o ambientale;
 - b. Investitori attivi o filantropi che cercano di trovare la modalità più efficiente di investimento di capitale per raggiungere obiettivi di impatto sociale e/o ambientale;

- c. Gli attori di mercato *Pay by Result (PbR)*, come il settore pubblico e le amministrazioni centrali e locali, i quali sono interessati esclusivamente all'impatto generato da una singola attività in uno specifico segmento di popolazione per raggiungere un obiettivo predefinito;
 - d. Gli investitori passivi che sono semplicemente motivati dalla necessità che gli investimenti ad impatto rispondano ai criteri di eleggibilità definiti o autodefiniti;
 - e. I soggetti *policy-driven*, che vogliono influenzare tendenze di mercato, lo sviluppo di aree geografiche locali, la riduzione di fallimenti di mercato e, quindi, sono interessati all'impatto generato da specifici interventi su aree predefinite.
3. **Mercato in cui si investe.** Alcuni investitori preferiscono orientarsi verso il mercato domestico in modo tale da ridurre i costi legati all'esigenza di prossimità tra investitori ed impresa investita; altri sono maggiormente guidati dall'obiettivo e quindi investono in regioni che sono chiaramente connotate; altri ancora adottano un approccio non vincolato riguardo la scelta dei luoghi in cui investono. Questa varietà territoriale comporta anche che l'investimento ad impatto acquisisca in determinati settori un valore diverso. Ad esempio, l'investimento nel settore dell'acqua potabile può essere considerato ad impatto in Paesi in via di sviluppo dove l'accesso alle fonti di acqua è complesso ed interdetto per la maggior parte della popolazione mentre assume caratteristiche differenti nei Paesi sviluppati. Allo stesso modo, investimenti nel medesimo settore come, ad esempio, nel campo dell'istruzione acquisiscono rilevanza variabile nei diversi territori: gli investimenti ad impatto sono generalmente rivolti a progetti che consentono l'accesso alla formazione primaria e/o secondaria nei Paesi in via di sviluppo mentre riguardano l'alta formazione (master, MBA) nei Paesi sviluppati. Infine, gran parte degli investimenti ad impatto avviene al di fuori dei mercati regolamentati attraverso strumenti finanziari non quotati.
4. **Classi di attivo.** Il mercato dell'*impact investing* contempla una grande varietà di classi di attivo e strumenti finanziari, che variano dalla liquidità a strumenti alternativi come *hedge funds*. Le stime riguardanti questo mercato sono ancora molto incerte e, spesso, poco precise ed esiste un'enorme esigenza di investitori istituzionali come fondi pensione, compagnie di assicurazione, banche, i quali, in molti Paesi, consentono uno sviluppo esponenziale dei mercati.

5. **Rendimenti.** L'ampia varietà di strumenti finanziari considerati in questo mercato implica anche aspettative di rendimento molto diverse, che variano da rendimenti di mercato a rendimenti inferiori a quelli di mercato. Inoltre, tali investimenti sono spesso percepiti come più rischiosi.
6. **Motivazione degli investitori**⁵⁹. Gli investitori ad impatto possono essere animati da intenzioni molto differenti e, quindi, mettere in atto strategie diverse:
 - a. *Blended strategies.* Alcuni investitori considerano il rendimento “misto” finanziario e sociale e sono disposti a rinunciare a parte dei rendimenti o a sopportare rischi più elevati per avere un impatto su alcuni investimenti sociali e/o ambientali, allo stesso modo dei filantropi, e contemporaneamente investono in strumenti finanziari classici che generano rendimento. Uniscono, quindi, capitale paziente e capitale commerciale più redditizio e a breve termine;
 - b. *Market rate, with impact.* Gli investitori guardano agli investimenti ad impatto nello stesso modo in cui osservano gli altri investimenti, scelgono in base alle aspettative di rendimenti di mercato;
 - c. *Sector-focused.* Alcuni investitori sono interessati solo ad alcuni settori in cui investire come, ad esempio, al settore dell'*housing* sociale o del microcredito in specifiche aree territoriali, ovvero nel mercato domestico o nei Paesi in via di sviluppo;
 - d. *Impact alpha.* Alcuni investitori respingono l'idea dell'esistenza di un *trade-off* tra rendimenti finanziari ed impatto sociale e, quindi, focalizzandosi sull'impatto sociale e/o ambientale, cercano con i loro investimenti l'extra-rendimento (*alpha*) che, secondo loro, gran parte degli altri finanziatori *mainstream* non sono in grado di trovare.

Infine, esistono motivazioni diverse legate anche alla tipologia di investitori: le banche e le grandi istituzioni finanziarie vedono l'*impact investing* come un'opportunità di *business* mentre le fondazioni considerano queste forme di investimento alla stregua dei prestiti fatti sottoforma di donazione (Weber, 2016).

7. **Tipologia di impatto.** Le imprese finanziate dagli investitori ad impatto, possono generare due diverse tipologie di impatto:

⁵⁹The Case Foundation (2014). *A short Guide to Impact Investing*.

- a. di prodotto (*Product impact*): l’impatto è creato dai beni e dai servizi prodotti dalle imprese profit/nonprofit. Ad esempio, un prodotto che filtra l’acqua e la rende potabile;
 - b. operativo (*Operational impact*): l’impatto è generato dalle modalità di azione del *management* delle imprese rispetto alla salute dei lavoratori, la sicurezza economica ed il generale impegno del loro lavoro sul benessere della comunità in cui operano e degli effetti ambientali. Ad esempio, la riduzione di emissioni nocive.
8. **Tipologie di imprese in cui gli *impact investor* investono (“*impact entrepreneur*”).**
- Gli attori di mercato che caratterizzano la domanda di capitali nel mercato dell’*impact investing* possono includere sia le organizzazioni che richiedono risorse finanziarie con l’obiettivo di offrire beni e servizi che soddisfino bisogni sociali non considerati altrimenti, sia l’insieme di soggetti che richiede beni e/o servizi sociali. La domanda di capitali può essere rappresentata da:
- a. Imprese *for profit* che hanno nel loro *business model*, nelle loro azioni e nelle loro pratiche, un chiaro intento di generare un impatto sociale e/o ambientale positivo e misurabile;
 - b. Imprese non profit che generano rendimenti finanziari, flussi di cassa o utili distribuibili e che, nel tempo, hanno acquisito anche solo parzialmente un’ottica aziendale nella loro gestione.

Le caratteristiche comuni a tutti i soggetti che ricevono capitali dagli *impact investor* sono state identificate dal *Working Group on Mission Alignment* (WGMA, 2014) della SIIT e sono: la presenza di una missione sociale a lungo termine, la volontà di misurare precisamente l’impatto generato con i beni e/o servizi offerti, il reinvestimento (totale o parziale) del profitto generato nella creazione di un ulteriore impatto positivo per la comunità.

Visto che non esistono vincoli sulla natura giuridica delle imprese in cui gli investitori ad impatto allocano il capitale, nel documento si utilizzerà il termine “*impact entrepreneur*” per far riferimento alla domanda di capitali in questo mercato, ovvero ai soggetti che generano un impatto positivo sociale e/o ambientale attraverso l’offerta di beni e/o servizi che sia misurabile ed intenzionale.

Le imprese in cui gli *impact investor* allocano capitali variano enormemente anche per lo stadio di sviluppo del *business*, dalle *seed/start-up* alle imprese mature che, in alcuni casi, arrivano anche alla quotazione e vengono negoziate nei mercati regolamentati. Nonostante l'eterogeneità delle imprese investite, numerose ricerche (tra gli altri, Saltuk *et al.*, 2013; J.P. Morgan, 2012) confermano una preferenza degli *impact investor* verso società ad uno stadio di sviluppo *growth*, ovvero all'ultima fase di crescita quando utenti e clienti aumentano esponenzialmente ed il fatturato diventa stabile.

9. **Altri attori di mercato ed infrastrutture.** Il variegato mercato degli investimenti ad impatto include inoltre alcune piattaforme specializzate, fornitori di servizi, valutatori indipendenti e centri di ricerca. Per quanto concerne le piattaforme, sono nate alcune borse sociali, come si vedrà nel paragrafo 3.3, mentre sono presenti numerose differenti forme di associazioni: di investitori, di attori di mercato, di accademici, di beneficiari degli investimenti istituzionali, di *asset manager*, *business federation*, *trade union*. Infine, nella categoria di fornitori di servizi è possibile includere: programmi governativi, *capacity development providers*, università, organizzazioni internazionali non governative, società di consulenza, reti, forum (ad esempio, il *social impact investment task force*) ed altri *standard-setting bodies* oltre che i tradizionali soggetti come banche di investimento o *broker*, consulenti di investimento, analisti finanziari, revisori, agenzie di *rating* e *proxy advisor*.

Questo mercato combina, quindi, forme eterogenee di investimento che, a differenza della *social finance*⁶⁰, non si focalizzano sulla natura giuridica del beneficiario dei finanziamenti (“non profit”) ma che includono un vasto universo, in termini di tipologia di azienda, settore di attività, forma giuridica, valori fondanti. Investitori che finanziano variegata aziende che hanno caratteristiche e obiettivi diversi e generano impatti differenti in varie possibili aree di impatto con strumenti finanziari diversificati, in mercati domestici o molto lontani, in mercati regolamentati o attraverso accordi *tailor-made* tra investitore ed impresa investita, ottenendo rendimenti di mercato che spaziano da rendimenti in linea con il mercato a sensibilmente inferiori.

⁶⁰ Il termine *social finance* non presenta una chiara ed univoca definizione ma può essere descritto come “*the phenomenon that includes every financial instrument that is used by social enterprises ranging from traditional assets such as cash or cash equivalent, money market accounts, loans, grants to more innovative instruments such as hybrid, private equity, venture capital. The prefix “social” does not refer to how finance is organized, but to whom receives the capital (i.e. social enterprises).*” Non sempre il confine tra gli strumenti finanziari ad impatto e gli strumenti di *social finance* è chiaramente delineato.

Il fenomeno dell'*impact investing* può anche essere visto come “l'evoluzione di un variegato universo di investimento verso una classe di investimenti più omogenea che ha come comun denominatore il forte impegno nella valutazione dell'impatto generato” (Reeder e Colantonio, 2013) e per questa ragione per descrivere la medesima tipologia di investimento sono utilizzati termini molto diversi, oltre “*social impact investing*” ed “*impact investing*” che sono intercambiabili.

Problemi definitivi

La molteplicità di forme di investimento ad impatto e i diversi approcci, finora richiamati, per rappresentarlo sono, quindi, accompagnati da una grande varietà terminologica sia in ambito nazionale che internazionale per indicare il fenomeno.

In ambito internazionale, Freireich e Fulton (2009) fanno riferimento alle principali locuzioni che sono comunemente associate all'espressione “*impact investing*” come ad una “torre di Babele”, in cui talvolta i termini sono erroneamente utilizzati come sinonimi: *socially responsible investing* (SRI), *social investing*, *mission-driven investing*, *sustainable and responsible investing*, *blend value*, *value-based investing*, *mission-related investing*, *ethical investing*, *responsible investing*, *program-related investing*, *triple bottom line*, *environmental, social and governance screening* e *ethical investing*. I termini “*social impact investment*”, “*impact investing*” e “*social investment*” sono spesso utilizzati da ricercatori ed accademici come sinonimi e possono quindi essere considerati equivalenti anche se, in pochi casi (si veda, tra gli altri, Chiappini, 2017), non vengono considerati intercambiabili o uno dei due termini viene usato per indicare un sottoinsieme di investimenti dell'altro tipo (Höchstädter e Scheck, 2015).

Anche in italiano si utilizzano le espressioni “finanza sociale”, “finanza etica”, “finanza sostenibile”, “finanza responsabile” per indicare il medesimo fenomeno, ma la traduzione più adeguata di *impact investing* può essere considerata, invece, “finanza ad impatto (sociale)”. Alcune volte questa varietà terminologica incrementa la confusione generale di operatori di mercato e studiosi tra fenomeni e modalità di investimento che invece presentano caratteristiche molto differenti. Ad esempio, in alcuni documenti internazionali vengono utilizzati i termini “*impact investing*” e “finanza responsabile” in maniera intercambiabile mentre, in base alla definizione del Forum della Finanza Sostenibile e di numerose ricerche accademiche, si tratta di due fenomeni diversi, in cui (come già richiamato nel paragrafo 2.1) il

primo è solo considerato, da alcuni studiosi, come una delle possibili strategie di investimento responsabile e sostenibile.

2.2. L'impact investing a livello internazionale

L'impact investing, seppure con le dovute differenze, nasce, in particolare, nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Australia e solo successivamente si è esteso in Europa e nei Paesi in via di sviluppo. Nonostante la contemporaneità della nascita di questo fenomeno, nei diversi mercati ha acquisito modalità differenti e il suo sviluppo è stato attribuito, nel tempo, a processi evolutivi che presentano caratteristiche differenti (Tabella 2).

Gli USA sono oggi uno degli ecosistemi di investimento ad impatto più sviluppati, con una adeguata presenza degli attori di mercato necessari e una opportuna combinazione di iniziative private, coinvolgimento della comunità e politiche pubbliche. La nascita di questo ecosistema e, in particolare, dell'impact investing è stata attribuita alla trasformazione che negli anni Novanta hanno subito le fondazioni filantropiche, che hanno iniziato a ripensare le loro modalità di intervento con l'obiettivo di uniformare la gestione degli investimenti alla loro missione. Nello specifico, le fondazioni hanno considerato una nuova forma di investimento, ovvero gli investimenti *mission-related*, i quali hanno comportato un riposizionamento strategico dei grandi enti *impact-only* americani. Questa trasformazione ha ridotto l'ampia differenza che, inizialmente, esisteva tra il mercato sociale ed il capitale finanziario e che aveva portato a numerosi dubbi e critiche sull'adeguatezza del processo di investimento di alcune fondazioni americane che, secondo molti, investivano o donavano solo una piccola parte del loro capitale in maniera coerente alla loro missione. Questo cambio di paradigma ha dato vita ad alcuni fenomeni come "*venture philanthropy*", "*program-related investing*" o "*mission connecting investing*" che sono alla base dello sviluppo della finanza ad impatto americana. Il processo trasformativo delle fondazioni è stato poi velocizzato dalla crisi economico-finanziaria che negli anni 2000 ha pesantemente colpito gli USA e che ha portato alla nascita di nuove esigenze da parte di una porzione di popolazione più ampia nei settori sociali.

Il robusto contributo delle fondazioni private americane come Rockefeller Foundation, Ford Foundation, MacArthur Foundation, Heron Foundation e Sorenson Impact Foundation, gli incentivi statali soprattutto dal punto di vista fiscale, la nascita di società di consulenza specializzate sul tema hanno avuto come conseguenza che una delle caratteristiche principali del mercato americano dell'impact investing sia l'impegno e la volontà dimostrata nel creare

un ecosistema completo in questo ambito, che consenta anche di sperimentare e trovare prodotti finanziari con un elevato contenuto innovativo.

In Australia, invece, il fenomeno ha avuto origine sempre negli anni Novanta in un contesto leggermente diverso dagli altri paesi sviluppati, per alcune peculiarità che hanno influenzato le caratteristiche principali del mercato australiano dell'*impact investing* e le motivazioni dello sviluppo di questo fenomeno, per effetto delle quali l'eco della crisi economico-finanziaria mondiale è stato inferiore.

Infatti, il mercato australiano finanziario e quello dell'imprenditoria sociale si caratterizzano per una serie di elementi:

1. Una ricca e storica tradizione di *community enterprise*, come le cooperative, di *local enterprises* e di *community-owned business*, dei cosiddetti "*indigenous business*" e di numerose aziende che supportano le comunità locali e la gestione del patrimonio territoriale e marino;
2. La rilevanza degli investimenti effettuati ed il livello di sviluppo del settore del *super annuation*, ovvero dei fondi pensione e dei trattamenti di fine rapporto;
3. Il ruolo cruciale del settore pubblico e del governo, centrale e federale, in particolare, nella regione del Commonwealth;
4. La concentrazione degli investimenti nel mercato domestico e ad opera degli investitori istituzionali.

Tutte queste caratteristiche hanno determinato che la nascita degli investimenti ad impatto nel continente australiano fosse inizialmente fortemente legata ad una generale esigenza di dinamizzare l'approccio di investimento e di misurazione e gestione di tutti i rischi nel settore del *super annuation*, in modo non solo da fornire un rendimento ai pensionati ma contestualmente anche di contribuire allo sviluppo delle infrastrutture sociali vitali del Paese e di indirizzare gli investimenti per la generazione di un impatto sociale e/o ambientale positivo per la popolazione. Il ruolo attivo degli investitori istituzionali e, in particolare, dei *super annuario* è sottolineato, ad esempio, dalla collaborazione nella "*Australian Sustainable Finance Initiative*" (ASFI) che gli investitori istituzionali hanno creato con gli accademici e la società civile, per arrivare nel 2020 alla formulazione di un "*Sustainable Finance Roadmap*" che includa l'insieme dei percorsi, delle politiche e delle caratteristiche di contesto che possono guidare i fornitori di servizi finanziari australiani nella transizione ad un'economia sostenibile.

Gran parte dello sviluppo dell'*impact investing* in Australia è anche dovuto, come per tutti i Paesi, alla riduzione della spesa pubblica sostenibile e alla diminuzione dell'ammontare di capitale destinato alla filantropia e, quindi, alla necessità di trovare nuove forme di collaborazione tra settore pubblico e settore privato, in particolare, nell'ambito dell'imprenditoria sociale per soddisfare nuovi bisogni della popolazione e/o nuova domanda di servizi nei settori dell'educazione, delle abitazioni e della sanità. L'Australia si caratterizza anche per il fatto di avere un settore pubblico molto attivo nello sviluppo di queste forme di investimenti, come è possibile notare da alcune iniziative messe in atto in questi anni:

1. il governo federale ha istituito la *Social Impact Investing (SII) Task force* per esaminare il ruolo del Commonwealth nel mercato degli investimenti ad impatto;
2. il governo federale ha stanziato 3.6 milioni, attraverso il *Sector Readiness Fund*, per consentire lo sviluppo e la crescita degli investimenti ad impatto e, in particolare, per offrire prestiti per *capacity-building* in modo tale da garantire alle imprese *impact-oriented* di essere pronte ad affrontare le sfide e le barriere che queste forme di investimento comportano;
3. alcuni Stati come NSW, Victoria, Queensland e South Australia hanno emesso alcuni *social impact bond* per risolvere i problemi legati alla sanità, alle soluzioni abitative e alle recidive criminali. Per esempio, in collaborazione con il governo federale hanno creato una *rate card* per le persone che non hanno una fissa dimora. Contestualmente hanno emesso alcuni *green bond* e alcuni strumenti obbligazionari che dovrebbero sostenere il raggiungimento degli *SDGs*;
4. Il governo ha approvato e messo in atto il *Modern Slavery Act* obbligando le grandi organizzazioni ad includere nella loro rendicontazione annuale alcuni riferimenti a nuove forme di schiavitù e alle manovre messe in atto per evitarle.

Completamente diverso è il caso inglese, in cui lo sviluppo dell'*impact investing* ha una origine prettamente istituzionale ed è intrinsecamente legato alla politica di David Cameron, primo ministro del Regno Unito dall'11 maggio 2010 al 13 luglio 2016, e alla sua programmatica "*Big society*" che ha portato alla nascita della prima istituzione finanziaria prettamente ad impatto, ovvero la "*Big Society Capital*". Nel maggio del 2010, i conservatori, guidati dal primo ministro Cameron, crearono al governo una coalizione con i liberali-democratici e lanciarono la loro famosa politica "*Big Society*", che prevedeva un forte cambiamento culturale in cui la società civile, la comunità e le persone, nella loro

quotidianità, nel loro quartiere iniziavano ad acquisire un ruolo pro-attivo nella risoluzione dei problemi sociali non affidando questo compito esclusivamente allo Stato.

L'obiettivo era creare una “*Big Society*” che fosse in contrapposizione all'idea di un “*Big State*” o “*Big Government*” e che acquisisse nel tempo un ruolo cruciale nella creazione di un ecosistema complesso che ruotasse intorno alle organizzazioni del Terzo Settore.

Fondamentale per lo sviluppo di questo programma e per la pratica implementazione di questa politica, è stata la creazione, nel 2012, della “*Big Society Capital*”, ovvero di una banca che fosse al servizio dell'ecosistema dell'*impact investing* e che fosse finanziata contemporaneamente da fondi pubblici e risorse provenienti dal settore bancario privato. In dettaglio, le principali fonti di finanziamento iniziale dell'intermediario finanziario furono:

1. gli investimenti provenienti da quattro importanti banche del Regno Unito: HSBC, *Royal Bank of Scotland*, Lloyds Banking Group e Barclays;
2. i conti dormienti delle banche e delle società.

Le società e le banche nel Regno Unito conferiscono il capitale residuo sui conti dormienti al *Reclaim Fund Limited* che trattiene una parte di essi per coprirsi da possibili futuri reclami ed investe l'eccesso di capitale nel *Big Lottery Fund*, il quale rilascia la parte inglese di capitale al *Big Society Trust*, interamente partecipato dalla *Big Society Capital*.

Questa banca non investe mai direttamente nelle organizzazioni che offrono il bene e/o il servizio ad impatto ma bensì finanzia i *social investment finance intermediaries* (SIFIs) che, a loro volta, indirizzano i loro capitali agli *impact entrepreneur*.

La *Big Society Capital* è la prima istituzione indipendente di finanza sociale ed è stata fondata dall'allora ministro Ronald Cohen, attuale presidente della *Global Steering Group for Impact Investment* (GSG).

La radice istituzionale della nascita della finanza ad impatto sociale in Inghilterra ha reso la sua evoluzione non uniforme, rispetto ad altri Paesi, molto più rapida e con alcune peculiarità: presenza di investitori *mainstream* come fondi pensione, compagnie di assicurazione e banche di investimenti che hanno tutti allocato alcune risorse negli investimenti ad impatto nel territorio inglese o a livello internazionale; l'offerta da parte dei principali *asset manager* di almeno un prodotto ad impatto e l'enorme crescita del settore degli intermediari specializzati negli investimenti ad impatto sociale.

Inoltre, a giugno del 2019, è stato creato l'*Impact Investing Institute* per accelerare la crescita ed aumentare l'efficacia del mercato dell'*impact investing* nel Regno Unito e sempre nel 2019, è stato lanciato il *Green Finance Institute* per accelerare la globale transizione domestica a un'economia priva di emissioni di gas-serra e per smobilizzare capitali verso investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale⁶¹.

Tabella 2: L'*impact investing* nei paesi anglofoni. Fonte: elaborazione propria.

Paese	Motivazione iniziale per la nascita del fenomeno dell' <i>impact investing</i>	Iniziative/fattori rilevanti che ne hanno consentito lo sviluppo
USA	Processo trasformativo delle grandi fondazioni private che hanno iniziato ad indirizzarsi verso i <i>mission-related investments</i> per allineare la loro missione ed i loro investimenti.	<ul style="list-style-type: none"> - Il robusto contributo delle fondazioni private americane come Rockefeller Foundation, Ford Foundation, Mac Arthur Foundation, Heron Foundation e Sorenson Impact Foundation; - La crisi finanziaria del 2007-2009 che ha comportato un generale ripensamento dei modelli economici e finanziari; - Gli incentivi statali soprattutto dal punto di vista fiscal e la nascita di società di consulenza specializzate sul tema per creare un ecosistema completo in questo ambito e che consenta anche di sperimentare e trovare prodotti finanziari con un elevato contenuto innovativo.
Australia	Esigenza di dinamizzare l'approccio di investimento e di misurazione e gestione di tutti i rischi nel settore del <i>super annuation</i> , in modo tale non solo di fornire un rendimento ai pensionati ma contestualmente anche di contribuire allo sviluppo delle	<p>Il ruolo attivo degli investitori istituzionali e, in particolare, dei <i>superannuation</i>:</p> <ul style="list-style-type: none"> - “<i>the Australian Sustainable Finance Initiative (ASFI)</i>” che gli stessi hanno creato con gli accademici e la società civile per arrivare nel 2020 alla formulazione di un “<i>Sustainable</i>

⁶¹Global Steering Group for driving real impact (Novembre 2019). Country profile: UK.

	<p>infrastrutture sociali vitali del Paese e di indirizzare gli investimenti per la generazione di un impatto sociale e/o ambientale positivo per la popolazione.</p>	<p><i>Finance Roadmap</i>” che includa l’insieme dei percorsi, delle politiche e delle caratteristiche di contesto che possono guidare i fornitori di servizi finanziari australiani nella transizione ad un’economia sostenibile;</p> <ul style="list-style-type: none"> - Il ruolo rilevante del governo che ha dato impulso allo sviluppo di questo ecosistema.
Inghilterra	<p>Nascita istituzionale legata enormemente alla politica di David Cameron e alla sua programmatica “<i>Big society</i>” che ha portato alla nascita della prima istituzione finanziaria prettamente ad impatto, ovvero la “<i>Big Society Capital</i>”.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - La creazione nel 2012 della <i>Big Society Capital</i>; - La nascita nel 2019 dell’<i>Impact Investing Institute</i> per accelerare la crescita ed aumentare l’efficacia del mercato dell’<i>impact investing</i> nel Regno Unito; - La creazione nel 2019 del <i>Green Finance Institute</i> per accelerare la domestica e globale transizione ad un’economia priva di emissioni di gas serra e per smobilizzare capitali verso investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale.

La via continentale dell’*Impact investing*

A livello internazionale, oltre agli sviluppi nei Paesi sopra esaminati, si sta progressivamente affermando una “via continentale” dell’*impact investing* fortemente legata alle caratteristiche dei paesi dell’Europa continentale (*in primis* Germania e Francia), che presentano un’antica e rilevante tradizione di imprenditorialità sociale (SIIT, 2015). Questi paesi sono stati attraversati nella seconda metà degli anni Novanta da importanti fenomeni di emancipazione sociale e, a differenza dei paesi anglosassoni, sono paesi in cui il settore pubblico ha un ruolo principale nella fornitura di beni e/o servizi in specifici settori come la sanità, l’istruzione, l’*housing* sociale. In tali contesti l’*impact investing* è perciò originato principalmente da

forme di collaborazione tra il settore pubblico e privato. Infatti, considerando la mappatura dei Paesi OCSE che hanno adottato le iniziative ad impatto sociale nell'ambito della rispettiva strategia di cooperazione allo sviluppo, la Francia e la Germania appaiono come tra i più attivi, avendo “stabilito un duplice approccio, nel quale i fondi strutturati e i *DFI* hanno il compito di mobilitare capitale privato per investire nelle imprese sociali, mentre la cooperazione tecnica bilaterale assiste le amministrazioni pubbliche *partner* a orientarsi verso politiche economiche più inclusive” (OCSE, 2019). In Francia, la nascita del mercato dell'*impact investing* viene attribuito allo sviluppo della *social and solidarity economy (SSE)* ovvero una serie di organizzazioni che offrono diversi beni e/o servizi in differenti settori ma che sono guidati dal comune principio secondo cui è necessario avere come obiettivo principale il benessere della comunità rispetto al rendimento finanziario specifico. Il fenomeno non ha quindi avuto un'origine istituzionale ma si è sviluppato secondo un approccio *bottom up* ovvero da nuove esigenze, principalmente del settore dell'imprenditoria sociale. Inoltre, allo stesso modo della Germania, una grande fonte di finanziamenti per lo sviluppo del settore degli investimenti ad impatto è stata rappresentata dai programmi dall'Unione Europea e, in particolare, da quelli promossi nell'ambito del programma 2014-2020 dell'UE *for Employment and Social Innovation (EaSI)* e da quelli promossi dal 2018 dall'*European Investment Bank (EIB)* come, ad esempio, l'*European Fund for Strategic Investments (EFSI)*.

Completamente diverse sono le origini e gli elementi salienti del fenomeno dell'*impact investing* nei Paesi in via di sviluppo, dove, la finanza ad impatto è legata alla fornitura di capitali alle imprese che offrono prodotti e/o servizi che servono a soddisfare i bisogni della cosiddetta “base della piramide”⁶², ovvero quella parte di popolazione che vive al di sotto della soglia minima di povertà, e a garantire l'accesso ai servizi basilari come l'acqua, la salute, la formazione primaria e secondaria, lo sviluppo rurale, alla maggior parte della popolazione.

⁶²In statistica, viene utilizzata la piramide demografica come rappresentazione grafica della popolazione in base a determinati parametri come l'età, distinguendo tra maschi e femmine. In questo caso, si fa riferimento alla distribuzione grafica a forma piramidale della popolazione in base alla ricchezza, calcolata come patrimonio netto ovvero come differenza tra le attività e le passività in modo tale da cogliere le disuguaglianze della distribuzione della ricchezza che cambiano in ogni Paese e all'interno di ognuno di essi vengono calcolati in maniera differente. Con il termine “base della piramide” si fa riferimento, quindi, ai soggetti meno abbienti ovvero a coloro che vivono sotto la soglia minima di povertà, i quali sono definiti in maniera differente a seconda del Paese: la soglia assume valori radicalmente diversi a seconda che si tratti di un paese sviluppato o un paese in via di sviluppo. Nel 2015, la Banca Mondiale ha definito la linea globale di povertà a 1,75 dollari al giorno.

Il fenomeno dell'*impact investing* è fortemente influenzato dal paese e dal contesto in cui si sviluppa. Il contesto determina le caratteristiche principali del mercato, della tipologia di investitori ad impatto, degli strumenti finanziari che hanno successo, delle aree di impatto che assumono maggiore rilevanza e delle barriere che in queste forme di finanziamento si riscontrano. Per questa ragione, nonostante l'interesse per l'*impact investing* sembra essere globale, è necessario analizzare le peculiarità di ogni specifico mercato e seppure esistano elementi comuni, come generali motivazioni di sviluppo e barriere all'espansione, strumenti finanziari condivisi e intermediari che operano anche su diversi mercati, alcuni elementi del fenomeno sono intrinsecamente legati alle caratteristiche specifiche di ogni paese. La rilevanza delle peculiarità riscontrabili in ogni paese è sottolineata anche dai report prodotti nel novembre 2019 del *Global Steering Group for Impact Investment (GSG)*, un gruppo indipendente creato ad agosto 2015 per succedere ed incorporare i lavori prodotti dalla *Social Impact Investment Taskforce*, stabilita sotto la presidenza del Regno Unito al G8 per catalizzare e promuovere gli investimenti ad impatto. La *GSG*, nell'ambito del suo impegno per “*deliver in great impact*”, a novembre 2019 ha prodotto una serie di documenti specifici per i 22 Paesi che la rappresentano, definendo un “*country profile*” per ognuna di esse che indicasse: una panoramica generale del mercato, la domanda di capitali, l'offerta di capitali, gli intermediari finanziari, le caratteristiche principali del mercato, le iniziative chiave, i principali attori del Paese.

2.3. Motivazioni alla base dello sviluppo dell'*impact investing*

L'*impact investing* consente di indirizzare capitali privati e pubblici verso settori come l'educazione, la giustizia, la sanità, i servizi abitativi, per soddisfare bisogni differenti e di variegati beneficiari. La varietà fenomenologica di questa forma di investimento e la molteplicità degli attori coinvolti nell'ecosistema ad impatto ha determinato anche che le motivazioni al suo sviluppo varino di Paese in Paese e siano da ricercare in numerosi fattori e processi trasformativi.

È possibile identificare delle motivazioni comuni che ne hanno consentito lo sviluppo negli ultimi dieci anni e che ne hanno diffuso le pratiche: *i*) la necessità di soddisfare una nuova domanda causata da cambiamenti sociali e generazionali; *ii*) la fragilità del settore pubblico e delle sue risorse finanziarie disponibili e sostenibili e la trasformazione del contesto e dell'intero mondo con l'emergere di nuove sfide per la popolazione; *iii*) la crisi finanziaria

2007-2009 che ha accelerato lo sviluppo degli investimenti sostenibili, degli investimenti ad impatto e della responsabilità sociale d'impresa. Lo sviluppo di questa strategia di investimento è anche strettamente legato alla trasformazione della domanda di capitali e dei principali attori (Stato ed enti del Terzo Settore) dei settori in cui questi investitori allocano capitale.

Dopo la crisi finanziaria del 2007-2009, numerosi interrogativi sono sorti sulle modalità operative del sistema finanziario e sulla sua capacità di creare un beneficio per la società (Shiller, 2013; Zingales, 2015) e, in particolare, per la prosperità delle comunità. Si è quindi sviluppata un'esigenza internazionale di creare nuove forme di investimento che siano in grado di offrire rendimenti misti e generare “*shared value*” (Porter e Kramer, 2011; Lehner, 2016; Weber e Feltsmate, 2016; Jacobs e Mazzucato, 2016). Le motivazioni di sviluppo del fenomeno dell'*impact investing* possono quindi essere inserite nel più generale intento di ripensare i modelli economici e finanziari in modo da creare un sistema economico più sostenibile dal punto di vista ambientale e da ricostruire la reputazione delle istituzioni finanziarie e dell'ecosistema finanziario tradizionale nel suo complesso. La messa in discussione dei modelli capitalistici di mercato è avvenuta a partire dagli anni Novanta ma con la crisi, negli ultimi dieci anni, il ripensamento della motivazione degli investimenti e dell'impatto che essi generano è diventato un tema centrale.

Di seguito, verranno presentate le motivazioni, comuni a tutti i Paesi, che hanno consentito lo sviluppo e, in particolare, l'espansione negli ultimi dieci anni dell'*impact investing*, suddivise in tre macrocategorie: cambiamenti sociali e generazionali, impatti diretti della crisi finanziaria e nuove sfide per la popolazione.

Cambiamenti sociali e generazionali

La nascita di un *Industria4.0* che integra alcune delle nuove tecnologie produttive per creare nuovi modelli di *business* e aumentare qualità e quantità della produttività è stata favorita dall'enorme rivoluzione tecnologica che ha trasformato la vita di tutti in ogni aspetto, soprattutto in alcune aree specifiche del mondo. “*L'economia dell'innovazione*” (Malerba F., 2000) sta continuando a produrre importanti trasformazioni economiche in alcune specifiche aree del mondo, dando vita a centri economici e metropolitani in grado di attirare ingenti capitali. Queste innovazioni hanno comportato un progresso complessivo della società ma hanno anche causato delle enormi spirali recessive in quanto gli alti tassi di crescita e i rapidi cambiamenti hanno fatto emergere un problema di sostenibilità, intesa in senso ampio, ovvero

l'impossibilità di mantenere a lungo termine questo grado di crescita e un adeguato livello di innovazione senza provocare danni ambientali e/o sociali. La mancata sostenibilità dell'economia dell'innovazione può essere facilmente compresa analizzando alcuni specifici settori come quello della moda, con il problema del “*fast fashion*” e dei metodi e materiali di produzione o come quelli dell'impiego delle materie plastiche a causa del basso livello di degradabilità ma è diventata latente in quasi tutte le aree economiche.

Questo cambiamento sistemico, lo sviluppo del modello capitalistico di mercato e la rivoluzione tecnologica hanno creato, attraverso il fenomeno della polarizzazione dei redditi, due esigenze contrapposte ma che hanno entrambe favorito lo sviluppo della finanza sostenibile e, in particolare, del fenomeno dell'*impact investing*: da un lato il bisogno di contribuire in senso positivo al benessere della comunità da parte dei *High Net Worth Individuals (HNWIs)*, dall'altra la necessità di soddisfare i bisogni primari di parte di una fascia della popolazione sempre più ampia, sostenendo costi ridotti. I soggetti con patrimoni molto ingenti, essendosi in molti casi arricchiti enormemente in un breve lasso di tempo, hanno sviluppato la necessità di restituire benessere alla società e, per questo, hanno bisogno di investire in progetti che abbiano un impatto sociale e/o ambientale positivo, con una particolare attenzione ai temi della riduzione della povertà e delle disuguaglianze nel mondo. Contemporaneamente, la fascia di popolazione richiedente servizi abitativi, di *welfare*, educativi, formativi, a costi ridotti o nulli, è aumentata enormemente, sia in termini assoluti che di distribuzione sul territorio internazionale.

Parallelamente, le nuove generazioni, i cosiddetti *millennials* e la generazione Z, hanno mostrato un desiderio completamente diverso rispetto ai loro antenati: hanno stili di vita salutari e sostenibili, sono attenti alle tematiche sociali e/o ambientali e sentono un maggior bisogno di svolgere delle attività lavorative che possano avere un impatto positivo sulle comunità in cui vivono. “*Making a difference*” è parte dell'identità di queste nuove generazioni che, secondo le stime prodotte da Accenture (Accenture, 2016)⁶³ comporteranno un trasferimento di capitali verso prodotti ad impatto o genericamente “sostenibili” per circa 30 miliardi di dollari *USD*. Nel contempo, molti consumatori, che seguono un *LOHAS (Lifestyle of health and sustainability)*, ovvero desiderano, su base individuale, che i prodotti da essi acquistati riflettano i propri valori personali e che, collettivamente, aspirano a influenzare in modo positivo la società con i propri acquisti (Martin, 2013). I consumatori *LOHAS* mostrano interesse verso un'ampia gamma di settori, dall'alimentare alla moda,

⁶³ Accenture (2016). *The “Greater” Wealth Transfer*.

dall'immobiliare ai trasporti. Accanto all'attenzione per il mercato del caffè, dell'olio di palma, dei tessili, del cotone e degli strumenti elettronici, le nuove generazioni hanno mostrato anche una grande attenzione all'impatto di fenomeni economici come il turismo ed i servizi finanziari. Il mercato LOHAS cresce dal 2010 ad un tasso annuo stimato di circa 10% (LOHAS, 2010)⁶⁴.

Accanto al cambiamento della società e dei bisogni di soggetti abbienti e delle nuove generazioni, sono stati messi in atto dei processi evolutivi e trasformativi da parte delle imprese:

- il processo di *ibridazione*, ovvero le società non profit nel corso del tempo hanno iniziato a adottare un'ottica produttiva tipicamente aziendale e modelli di *business* che prendessero in considerazione anche l'idea di generare profitto e di redistribuirlo agli azionisti e l'*accountability* verso gli azionisti e non solo la missione sociale e l'utilizzo dei proventi per programmi sociali (Alter K., 2007)⁶⁵. Questo processo trasformativo ha reso le imprese non profit appetibili per gli investitori ad impatto;
- il processo di *convergenza*, ovvero la generale tendenza delle aziende *for profit* che hanno cominciato a nutrire l'esigenza di creare un impatto sociale e/o ambientale e in molti casi sono nate imprese con la duplice *mission*, come, ad esempio, le società *Benefit*⁶⁶. Queste ultime sono forme di impresa che “*perseguono il duplice scopo di lucro e beneficio comune*” e che, grazie alle trasformazioni dell'impianto normativo, sono passate da un regime concessorio a uno fondato sul riconoscimento.

I processi di ibridazione e di convergenza non solo hanno trasformato le singole imprese ma hanno consentito di sviluppare l'idea della biodiversità economica, ovvero di un mercato che non prevede il protagonismo di una sola tipologia di società, quella *for profit*.

Conseguenze dirette della crisi economico-finanziaria

La crisi finanziaria del 2007-2009, una delle crisi più violente della storia che i Paesi hanno dovuto fronteggiare, partita dagli Stati Uniti e diffusasi in breve tempo in gran parte dei Paesi sviluppati, ha completamente trasformato le esigenze economiche e finanziarie della popolazione.

⁶⁴ LOHAS (2010). *LOHAS market size*.

⁶⁵ Nel libro “*Social Enterprise Typology*”, Kim Alter nel 2007 offre una chiara schematizzazione delle imprese sociali e delle forme ibride che esse stanno acquisendo nel tempo.

⁶⁶Non tutte le società *Benefit* derivano da processi di convergenza, alcune nascono direttamente con il duplice scopo ed altre da processi di ibridazione.

Innanzitutto, l'impoverimento della popolazione e la polarizzazione dei redditi causati dalla crisi hanno fatto nascere una nuova categoria di soggetti, i cosiddetti “*new poor*”, i cui bisogni non sono completamente soddisfatti né dal settore pubblico né dai mercati. Si tratta di famiglie monoparentali e monoreddito, giovani disoccupati, giovani occupati con contratti precari, anziani con pensioni insufficienti, che hanno l'esigenza di ottenere servizi a costi agevolati o calmierati in numerosi settori come la sanità, l'istruzione, le abitazioni, i servizi finanziari e assicurativi. L'ampliamento del numero di soggetti con un reddito medio basso ha creato un aumento della domanda di beni e/o servizi innovativi che siano in grado di rispondere alle nuove esigenze di consumo della popolazione.

Contestualmente, i vincoli alla spesa pubblica posti ai governi da numerosi provvedimenti tra cui, ad esempio, il *Fiscal compact*, hanno creato un enorme divario di finanziamento, un graduale ampliamento della differenza tra la spesa necessaria per offrire beni e/o servizi che rispondano ai bisogni sociali e la spesa sostenibile, ovvero le possibilità di spesa che hanno i singoli Stati.

I vincoli economici, accompagnati dalla costante crescita del debito pubblico e dalla rigidità amministrativa che da sempre hanno caratterizzato l'agire degli Stati centrali, soprattutto in Europa, hanno causato un enorme crisi in importanti settori quali la sanità, l'istruzione, la residenzialità pubblica dove l'intervento del settore pubblico è diventato insufficiente.

Questo divario tra le esigenze nuove o insoddisfatte di alcune fasce della popolazione e i vincoli di spesa e gli inadeguati modelli di soddisfacimento dei bisogni adottati dagli Stati rappresenta “una buona quantificazione dei miglioramenti di efficienza ed efficacia che la nuova imprenditorialità sociale, sostenuta da capitali della finanza ad impatto sociale, è chiamata a realizzare”. (*SITT*, 2015).

Nuove sfide per la popolazione

Negli ultimi trent'anni le popolazioni di tutto il mondo sono state obbligate a confrontarsi con delle sfide completamente nuove di carattere sia sociale che ambientale rispetto alle generazioni precedenti:

1. **L'invecchiamento della popolazione:** la speranza di vita sia degli uomini che delle donne è aumentata enormemente e questo ha implicato la necessità di un'assistenza sanitaria per un periodo di tempo più prolungato, esigenze di *housing* sociale in tarda

età e anche che le pensioni debbano garantire un supporto finanziario per un periodo di tempo prolungato;

2. **Il cambiamento climatico:** il graduale aumento della temperatura in tutto il mondo con la contestuale manifestazione di numerosi eventi atmosferici anomali e l'ampliamento della frequenza di fenomeni climatici estremi, come alluvioni, siccità, tifoni, hanno fatto nascere un bisogno di tutela del pianeta e di sostenibilità ambientale e hanno anche causato numerosi danni ambientali e/o sociali come, ad esempio, i cosiddetti “rifugiati ambientali”;
3. **SDGs:** gli organi internazionali e le agenzie internazionali come l'ONU hanno iniziato ad indirizzare gran parte dei loro sforzi alla risoluzione delle nuove problematiche sociali e ambientali come, ad esempio, i danni causati dai cambiamenti climatici, che affliggono il mondo e per questa ragione, tra le varie iniziative che hanno sostenuto, hanno creato nel 2015 l'Agenda 2030. L'enorme divario che esiste tra la situazione attuale e gli obiettivi posti dagli *SDGs* ha portato a una nuova esigenza di intervento per il Terzo Settore e per il settore privato di capitali, che devono agire per sostenere i governi, condizionati da risorse limitate, rigidità amministrativa e modelli inefficienti, e le comunità nel raggiungimento dei risultati attesi entro il 2030. Come si è visto nel Paragrafo 2.1, la finanza ad impatto sociale è rappresentata anche come uno strumento funzionale all'indirizzo di capitali privati e pubblici per il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile.

Tutte queste nuove sfide hanno contribuito alla nascita e allo sviluppo dell'*impact investing*, creando nuove esigenze di capitale in specifici settori come l'educazione, la sanità, l'*housing*.

Non sempre l'utilizzo degli strumenti di finanza a impatto è coerente con le motivazioni positive che ne hanno favorito lo sviluppo, creando un problema di *impact washing*. Il fenomeno dell'*impact investing* non può essere visto come la risposta ad alcune esigenze specifiche di *manager* di fondi di investimento che vogliono semplicemente diversificare i loro portafogli con strumenti finanziari che presentano una correlazione bassa o negativa con le altre classi di attivo o esplorare le opportunità di investimento di un nuovo mercato o di imprenditori che vogliono allontanarsi dal *core business*. La finanza ad impatto sociale non può nemmeno essere considerata come uno strumento per scalare le società o come una moda da assecondare per esigenze di *marketing*.

Tuttavia, anche se alcune delle motivazioni di sviluppo di questo fenomeno sono legate alle difficoltà del settore pubblico di rispondere ai bisogni della società, l'*impact investing* non deve essere considerato come un modo per esternalizzare ai privati alcune delle attività che precedentemente venivano svolte dallo Stato o per dare spazio a privatizzazioni indesiderate. Queste forme di investimento sono in linea con l'idea di una sussidiarietà circolare che prevede di “fare lo Stato insieme ai privati”, ovvero che le imprese del Terzo Settore in senso lato e tutte le organizzazioni sociali collaborano con lo Stato per soddisfare i bisogni della comunità, che non deve essere confusa con nessuna forma di sussidiarietà verticale (o orizzontale), vale a dire che “Non faccia lo Stato ciò che meglio possono fare gli enti inferiori e i soggetti della società civile” (Marelli, 2018). Mentre “con la sussidiarietà circolare si ha una condivisione di sovranità” ovvero “faccia lo Stato assieme alle imprese e ai soggetti non profit” (Marelli, 2018).

Molteplici sono le motivazioni che hanno portato allo sviluppo del fenomeno della finanza ad impatto in tutto il mondo, un processo multiforme che ha assunto valenze e sfaccettature molto diverse nei vari Paesi e negli specifici contesti ma che non deve diventare semplicemente una moda da seguire o una modalità di esternalizzare ai privati alcuni servizi di competenza del settore pubblico, senza generare una trasformazione anche nei modelli di risposta a questi nuovi o maggiori bisogni della comunità.

Tutti questi cambiamenti sociali, ambientali e generazionali e le nuove sfide che la popolazione ha iniziato ad affrontare hanno obbligato le imprese del Terzo Settore, in senso lato, e il settore privato, nel suo complesso, ad assumere un ruolo differente e più centrale nel soddisfacimento dei bisogni delle comunità. La nascita degli “*impact entrepreneur*” ha consentito lo sviluppo della finanza ad impatto sociale, ovvero di un insieme degli investitori che fornisce capitali al mercato non solo con l'obiettivo di ottenere rendimenti finanziari ma anche per generare un impatto sociale e/o ambientale e creare nuovi modelli di soddisfacimento dei bisogni.

2.4. Dimensioni e caratteristiche del mercato internazionale

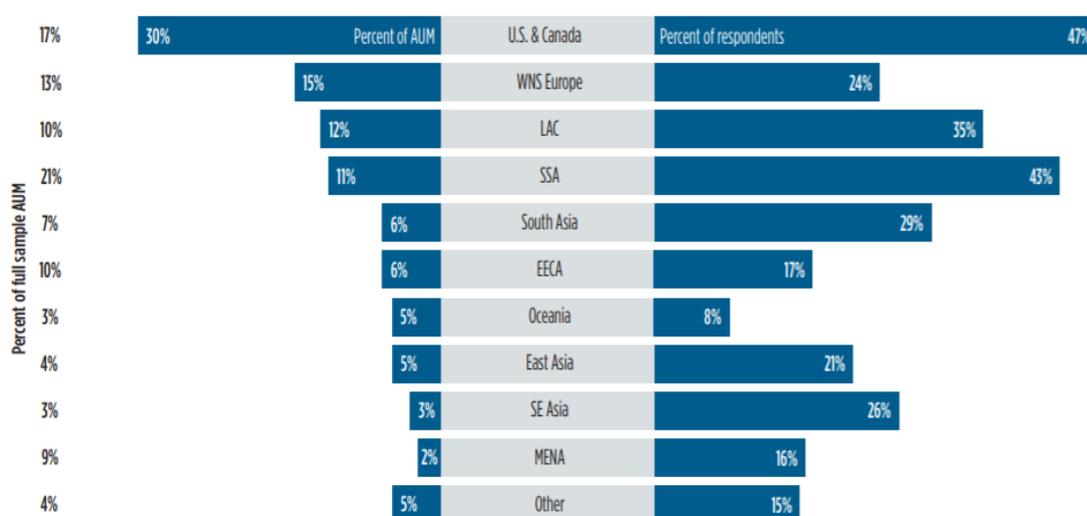
La dimensione del mercato internazionale dell'*impact investing*, che assume modalità molteplici e diversi gradi di intensità, non avendo una definizione univoca e universalmente riconosciuta e acquisendo connotazioni molto diverse in termini sia di strumenti finanziari che di attori di mercato nei differenti Paesi, non è facilmente stimabile. Le maggiori

organizzazioni internazionali e i *network* specifici di questo settore presentano stime anche molto diverse tra loro. Il GIIN (*Global Impact Investing Network*), nell'indagine del 2020⁶⁷ rivolta agli investitori ad impatto e aggiornata annualmente da ormai quattro anni, afferma che i soggetti che rispondono alla loro intervista semi-strutturata gestiscono complessivamente 404 miliardi di dollari americani (*USD*) nel mercato della finanza a impatto, che amministrano con variegate *asset allocation* in diversi settori e regioni del mondo e mediante strumenti finanziari diversi. La metà degli investimenti è indirizzata ai mercati emergenti e i soggetti che hanno risposto all'intervista sono 294 in tutto il mondo. Si tratta di organizzazioni differenti (gestori di fondi, banche, fondazioni, famiglie, fondi pensione) e con provenienze variegate, anche se, principalmente concentrati in Canada e negli USA (Figura 7). Gli investitori che hanno partecipato a tutte le indagini proposte dal GIIN hanno registrato complessivamente un tasso di crescita nell'ammontare di capitale investito nel mercato dell'*impact investing* di circa il 17% annuo (*Compounded Average Growth Rate - CAGR*⁶⁸) negli ultimi quattro anni (2015-2019). Questa crescita non è avvenuta in maniera uniforme: i Paesi che investono maggiormente in questa strategia di investimento sono quelli dell'Asia centrale e meridionale e dell'Africa settentrionale e i settori in maggiore espansione sono le aree di impatto dell'*housing* sociale, dell'innovazione tecnologica e della sanità ed igiene.

⁶⁷The GIIN (2020). *Annual Impact Investor Survey*.

⁶⁸ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/cagr-259.htm>. “Il tasso annuo di crescita composto, più comunemente noto come CAGR dall'acronimo *Compounded Average Growth Rate*, rappresenta la crescita percentuale media di una grandezza in un lasso di tempo. Dato per esempio il fatturato X di un'azienda all'anno t_1 e il fatturato Y di un'azienda nell'anno t_n , il CAGR dei ricavi indica la crescita percentuale media annua dei ricavi. Può essere per esempio applicata per calcolare il capitale finale che si realizza quando si investe in un'obbligazione a reddito fisso per un numero di anni. Va evidenziato che il risultato che questa formula fornisce è decimale, quindi per ottenere la variazione percentuale bisognerà moltiplicare il tutto per 100.”

Left side—Percent of AUM excluding outliers; n = 289; AUM = USD 221 billion.
 Right side – Percent of respondents with any allocation to each geography; n = 294; respondents may allocate to multiple geographies.



Note: 'Other' includes investments allocated globally.
 Source: GIIN, 2020 Annual Impact Investor Survey

Figura7: Asset Under Management sull' impact investing. Fonte: The GIIN (2020), *The annual investor survey*

La medesima organizzazione (GIIN), con una metodologia di stima differente, aveva, nel 2018 all'interno del report *"Sizing the Impact Investing Market"*, stimato il mercato in maniera diversa, affermando che l'ammontare complessivo di attività finanziarie investite nel mercato dell'*impact investing* fosse pari a 502 miliardi di dollari USD. Questa stima è stata effettuata aggregando i dati di più di 1300 *impact investor* nel mondo, con un approccio *multistakeholder*. Il GIIN definisce questa stima come *"the most rigorous analysis to date of the current size and composition of the impact investing market"*⁶⁹.

Nei report GIIN, i dati sull'Europa sono suddivisi considerando insieme i Paesi dell'Europa centrale, meridionale e settentrionale mentre i Paesi l'Europa orientale sono uniti con parte dell'Asia e non sono state elaborate analisi specifiche del fenomeno dell'*impact investing* per l'intera Europa.

I settori in cui vengono collocate la maggior parte delle risorse finanziarie sono le energie rinnovabili, la microfinanza e gli altri servizi finanziari (ad esclusione della microfinanza). La maggior parte degli investitori (51%) sono gestori di fondi *for profit*.

Per quanto riguarda il caso specifico europeo, una delle fonti di dati più attendibile è sicuramente l'EUROSIF, che nel 2018 stimava complessivamente il mercato dell'*impact*

⁶⁹<https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

investing europeo incirca 180 miliardi di euro, con un tasso di crescita (*CAGR*) del 5% annuo rispetto al 2017.

Sia l'EUROSIF che il GIIN effettuano le stime di mercato sulla base delle indagini che conducono con gli investitori, le quali dipendono anche dalle reti di contatti che queste organizzazioni hanno e dal tasso di risposta degli attori di mercato. Considerata la soggettività delle metodologie e dei soggetti coinvolti nelle indagini, i risultati non possono essere ritenuti né esaustivi e precisi nella stima complessiva del mercato dell'*impact investing* né confrontabili. Non è possibile quindi affermare che il tasso di crescita dell'Europa (5%) sia inferiore rispetto a quello globale (17%) in quanto le stime sono state probabilmente eseguite su soggetti differenti. Molti degli intervistati dell'EUROSIF sono i soci delle organizzazioni nazionali che compongono questa rete e non rientrano tra gli *impact investor* elencati dal sistema Impact Base del GIIN. Anche le stime di *asset under management* prodotte dalle due organizzazioni riguardo l'Europa appaiono molto diverse.

A questo panorama si aggiunga il fatto che non esiste un quadro normativo di riferimento che definisca puntualmente queste forme di investimento e che ponga degli obblighi ai finanziatori che si considerano *impact investor*, per cui tutte le stime prodotte attualmente si basano su autodichiarazioni degli investitori stessi e sulla definizione del fenomeno adottata dal soggetto specifico che effettua la raccolta dati.

Inoltre, come sottolineato precedentemente, il fenomeno dell'*impact investing* comprende forme di impresa, di strumenti finanziari e di aree di impatto molto variegata e che cambiano di Paese in Paese, quindi anche le metodologie di rilevazione dell'ampiezza del mercato devono considerare il contesto specifico. Ad esempio, in Paesi bancocentrici e particolarmente orientati all'investimento in strumenti obbligazionari piuttosto che azionari le stime del mercato dell'*impact investing* dovrebbero concentrarsi maggiormente sugli strumenti di debito e su forme di investimento che hanno realmente attecchito nel singolo Paese, mentre in altri contesti la componente azionaria e dei fondi di investimento *venture capital, private debt e private equity* è molto più rilevante. Infatti, nei mercati finanziari la rilevanza delle banche o degli altri intermediari finanziari varia nelle diverse giurisdizioni e dipende dal grado di sviluppo del sistema finanziario⁷⁰. Nei mercati finanziari ampiamente sviluppati, come quello degli USA, l'attivo patrimoniale complessivo degli intermediari non bancari rappresenta circa il 62% del totale dei mercati finanziari mentre in Paesi

⁷⁰Signorini L., *Non-Bank Finance: opportunities and risks* Speech by the Deputy Governor of the Bank of Italy. Working papers, Banca d'Italia, 2019.

economicamente sviluppati ma con mercati finanziari meno in espansione, come quello italiano, il sistema non bancario rappresenta una percentuale inferiore al 30% del totale dell'attivo patrimoniale complessivo del mercato finanziario⁷¹.

L'unico elemento su cui concordano tutte le organizzazioni internazionali e i lavori di ricerca prodotti è il fatto che l'*impact investing* sia un fenomeno in enorme crescita ed espansione e che stia suscitando interesse anche in tutti gli intermediari finanziari tradizionali, che cominciano ad essere obbligati a confrontarsi con queste tematiche per rispondere alle nuove sfide del futuro e alle richieste dei loro clienti.

2.5. Network Internazionali

In un mercato al primo stadio di sviluppo che, come precedentemente detto, non presenta un quadro normativo specifico di riferimento e una definizione univoca universalmente riconosciuta, le reti internazionali che sono state costituite dagli investitori del mercato, dagli accademici o dagli enti internazionali che effettuano ricerche sul tema acquisiscono un ruolo cruciale nello sviluppo e nell'analisi del fenomeno dell'*impact investing*.

Visto che si tratta ancora di una nicchia di mercato ben connotata, seppure nell'insieme in grande espansione, gli investitori necessitano di creare coalizioni per diffondere conoscenze, informazioni e metodologie e, allo stesso tempo, per ridurre i costi di acquisizione di esse.

Il ruolo delle reti nazionali ed internazionali di accademici, ricercatori, attori di mercato e organizzazioni è quello di favorire l'incontro tra domanda e offerta di capitali a impatto in modo tale da ridurre gli alti costi di transizione causati dalla ridotta dimensione degli investimenti, dai costi del reperimento di informazioni e di *due diligence*, dalla difficoltà di identificare il *target*, in termini di mercato, l'area di impatto, l'impresa specifica in cui investire o da cui ottenere capitali.

Nonostante gli ampi sforzi, le conferenze, le sedi reali e virtuali create per favorire l'incontro, le imprese sociali intese in senso ampio ed i filantropi non riescono agevolmente a costruire rapporti duraturi economici con soggetti del mondo *for profit* che presentano capitali in eccesso. Le reti hanno quindi anche una funzione di intermediazione anche quando lavorano esclusivamente per la domanda o per l'offerta di capitale in quanto, rendendo pubbliche le informazioni e diffondendo conoscenze sul tema e sulle barriere allo sviluppo, agevolano sinergie tra i diversi attori di mercato.

⁷¹FSB, Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018, Febbraio 2019.

La descrizione dei *network* internazionali si basa sulle informazioni pubbliche che essi mostrano sui loro siti internet o attraverso la loro produzione scientifica. L'elenco che si presenta (si veda la Tabella 3) non è né esaustivo né completo, in quanto esistono numerose altre reti internazionali di ampio rilievo ma ha lo scopo di rappresentare e descrivere brevemente alcuni dei principali attori di questo mercato a livello internazionale, per sottolineare il ruolo centrale che essi hanno anche nella produzione scientifica sul tema.

Questo documento si focalizzerà quindi sul mercato italiano della finanza a impatto, per tale ragione, sebbene l'elenco sottostante includa anche le principali reti internazionali e *network* di specifici Paesi (*in primis* gli USA) che hanno avuto un ruolo cruciale nello sviluppo di questo ecosistema appare maggiormente completo in riferimento al contesto europeo.

Infine, questa mappatura di reti internazionali del mondo della finanza ad impatto include anche alcuni organismi internazionali, come il *World Economic Forum*, che sono nati con una missione molto più ampia ma che negli ultimi anni hanno contribuito enormemente alla produzione di ricerche e report nell'ambito dell'*impact investing*.

GIIN⁷²

La rete internazionale di maggiore rilievo, che ha creato la definizione predominante di *impact investing*, è il *Global Impact Investing Network* (GIIN), nata nel 2009 come associazione non profit con l'obiettivo di diffondere e migliorare, in termini di efficienza, la finanza ad impatto nel mondo.

Per agevolare lo scambio di conoscenze, diffondere gli approcci innovativi di investimento, costruire le base di questo settore e produrre strumenti e risorse di valore, il GIIN effettua ricerche per ridurre le barriere allo sviluppo dell'*impact investing* accelerarne il processo di diffusione. Per realizzare questi obiettivi, il GIIN offre agli investitori una serie di servizi integrati:

1. una rete internazionale (*GIIN Membership and Investors' Council*);
2. alleanze strategiche, per cui il GIIN ha partecipato attivamente ad una serie di altre reti: *Asian Venture Philanthropy Network*, *Aspen Network of Development Entrepreneurs*, *The Global Steering Group for Impact Investment (GSG)*, *Investors' Circle*, *Mission Investors Exchange*, *Toniic*;
3. eventi, tra cui il *GIIN Investor Forum*;

⁷²<https://thegiin.org/>

4. una serie di strumenti standardizzati per la misurazione dell'impatto:
 - a. IMM (*Impact Measurement and Management*), uno strumento per identificare e considerare gli effetti positivi e negativi che un *business* ha sulla comunità e sul pianeta, cercando di mitigare gli effetti negativi e massimizzando gli aspetti positivi;
 - b. IRIS+ (*Impact Reporting & Investment Standards*), un catalogo di metriche standardizzate per supportare gli enti del Terzo Settore nella valutazione e la misurazione dell'impatto sociale e/o ambientale;
 - c. *navigating Impact*, un progetto sviluppato dal GIIN per aiutare gli investitori a scegliere le strategie e le metriche di misurazione di impatto più adeguate alle loro esigenze;
 - d. *the impact toolkit*; un database digitale che raccoglie varie IMM che altrimenti sarebbero frammentate e difficili da reperire
5. un *database* che include i fondi di investimento a impatto, l'*Impact Base*;
6. alcuni programmi di formazione, mediante il GIIN *Training Program*;
7. le ricerche di settore attraverso il GIIN *publications and industry research*.

EVPA⁷³

Altra rete internazionale di particolare rilievo in questo mercato è la *'European Venture Philanthropy Association*(EVPA), associazione non profit nata nel 2004 per dar vita a una comunità di organizzazioni che sono interessate alla pratica del *venture philanthropy* (VP) e del *social investment* (SI) in Europa. Si tratta di una comunità variegata e molto ampia che attualmente comprende 275 membri di oltre 30 Paesi, principalmente europei ma che include anche organizzazioni negli USA e nei Paesi asiatici. Gli obiettivi principali dell'EVPA sono l'incremento dei fondi e delle competenze nel settore del VP e del SI, l'aumento dell'efficacia degli investitori del VP e del SI e la creazione di un ecosistema efficiente per l'impatto sociale e/o ambientale.

L'EVPA svolge attività di formazione, procura agli investitori strumenti standardizzati per tutto il mercato, produce ricerche di settore, organizza eventi e fornisce una rete internazionale. I membri sono quasi tutti attori di mercato e tra i fondatori c'è anche l'italiano Luciano Balbo. Questa associazione si occupa principalmente del fenomeno del *venture philanthropy* che si basa su una differente definizione del termine "*impact investing*" e un

⁷³<https://evpa.eu.com/>

diverso pensiero su questo fenomeno, quello degli addizionalisti. Seppure il fenomeno del *VP* sia differente da quello dell'*impact investing*, la produzione di ricerche dell'EVPA è importante per comprendere lo sviluppo della finanza a impatto e, nella pratica, i confini tra i due fenomeni appaiono molto meno chiari rispetto alla teoria.

L'EVPA realizzata otto anni indagini sul mercato del *venture philanthropy (VP)* e del *social investment (SI)*, ricerche su alcuni *case study*, che sono spesso membri dell'ente, e guide pratiche per conoscere questo settore e le sue caratteristiche. La rete europea elenca anche i suoi membri e i principali fondi europei che sono presenti in questo mercato.

SIIT⁷⁴

La *Social Impact Investment Taskforce (SIIT)* è stata promossa nel giugno del 2013 dall'allora primo ministro del Regno Unito, David Cameron, con l'obiettivo di sviluppare il mercato del *social impact investment* comprendeva 13 Paesi oltre l'Unione Europea. La *SIIT* si è poi trasformata nel 2015 nel *Global Social Impact Investment Steering Group (GSG)*. La *SIIT* ha pubblicato una serie di *report*, e lavori di ricerca e un documento completo pubblicato il 15 settembre 2014 che includeva una rappresentazione completa del mercato dell'*impact investing* dei Paesi coinvolti. I leader della finanza, dell'imprenditoria sociale e della filantropia che hanno partecipato alla *SIIT* sono stati poi organizzati in *National Advisory Board (NAB)* che hanno prodotto documenti specifici sui singoli Paesi, analizzando il mercato nazionale dell'*impact investing*, la domanda e l'offerta di capitale e producendo una serie di raccomandazioni che potessero garantirne lo sviluppo. Il *NAB* italiano ha prodotto nel 2015 il report "La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia. Rapporto Italiano della *Social Impact Investment Task Force* istituita in ambito G8".

GSG⁷⁵

Il *Global Steering Group for Impact Investment (GSG)*, come già citato, è stato creato nel 2015 per incorporare e sviluppare il lavoro prodotto dal *Social Impact Investment Taskforce (SIIT)* creata quando il Regno Unito era a capo del G8. Il *GSG* attualmente include 23 paesi internazionali oltre l'Unione Europea. Questo ente lavora tramite una rete di *National and Regional Advisory Boards* che hanno l'obiettivo di garantire la crescita del mercato dell'*impact investing*. Il *GSG* è presieduto da Sir Ronald Cohen e accoglie una serie di *leader* internazionali del mondo della finanza, dell'imprenditoria sociale e della filantropia.

⁷⁴<http://www.socialimpactagenda.it/attivita/attivita-internazionali/>

⁷⁵<https://gsgii.org/>

Il GSG ha prodotto una serie di *report* e di *Working Group Papers* e, per ognuno dei Paesi inclusi nell'organizzazione, a novembre 2019 ha pubblicato un "*country profile*" delineando le caratteristiche principali del mercato nazionale, la domanda e l'offerta di capitali, le iniziative chiave e le principali politiche e gli attori di mercato coinvolti, coinvolgendo il National Advisory Board (NAB) di ogni paese.

Monitor Institute by Deloitte⁷⁶

Si tratta di un'organizzazione *non profit* nata nel 2005 a Cambridge, Massachusetts come parte del Monitor Group, con l'obiettivo di lavorare principalmente sulla filantropia e sulle organizzazioni sociali. Attualmente *team* del Deloitte LLP che lavora esclusivamente con organizzazioni ad impatto e con i loro *leader* con l'obiettivo di fornire loro supporto nello sviluppo di strategie, creazione di reti, fornitura di consulenza nelle scelte di investimento. Essa si rivolge sia a soggetti privati che al settore pubblico e usufruisce dell'ampia rete internazionale di professionisti della società Deloitte. Il Monitor Institute ha prodotto numerosi documenti sulla finanza ad impatto, tra cui uno dei primi *report* dopo che il termine "*impact investing*" fu coniato nel 2009.

Impactassets⁷⁷

L'associazione, nata nel 2010 come *spin-off* della Calvert Impact Capital, ha dato vita al *Impact Assets Giving Fund*, un fondo di donazioni con l'obiettivo di fornire soluzioni e capitale flessibile agli investitori ad impatto per aiutarli a superare le maggiori barriere allo sviluppo. Il fondo presenta più di 568 posizioni in investimenti ad impatto e circa un miliardo di attività. L'organizzazione sta anche creando *Impact Assets 50*, un *database* di *manager* di fondi *private debt* e *private equity*. Quest'ultimo si basa su un processo annuale di autodichiarazione degli investitori e ha come ambizioso obiettivo quello di creare un vero e proprio *benchmark* di mercato.

Social Finance UK⁷⁸

La *Social Finance UK* è un'organizzazione non profit che comprende 80 membri e lavora con i governi, le imprese del settore sociale e la comunità finanziaria nel Regno Unito. Nata nel 2007, Social Finance UK è pioniera nello sviluppo di una serie di programmi che portano innovazione al settore, come lo sviluppo del modello dei *social impact bond* e ha creato una

⁷⁶<https://www2.deloitte.com/us/en/pages/monitor-institute/topics/monitor-institute-by-deloitte.html>

⁷⁷<https://www.impactassets.org/>

⁷⁸ <https://www.socialfinance.org.uk/>

serie di organizzazioni satellite negli USA, Israele, Asia e in altri Paesi che costituiscono il *Social Finance Global Network*. Questa organizzazione ha creato anche un ecosistema e una mappa dei principali *social impact bond* (si veda il Paragrafo 3.3) del mondo e delle loro caratteristiche principali.

EUROSIF⁷⁹

Nel settore più ampio della finanza sostenibile in Europa, un'altra rete *multistakeholder* rilevante è rappresentata dall'*European Sustainable and Responsible Investment Forum* (EUROSIF) creato nel 2001 per promuovere e diffondere i *sustainable and responsible investment*.

I membri dell'EUROSIF sono: Forum per la finanza sostenibile (ITSIF), Forum pour l'Investissement Responsable (FIR), Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG), Spain Social Investment Forum (SPAINSIF), UK Social Investment Forum (UKSIF) e Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO).

L'EUROSIF pubblica una serie di documenti di *policy* come, ad esempio, "*Investor Transparency on ESG practices*", ricerche, *paper* e *news*. In particolare, la rete *multistakeholder* ha creato nel 2008, per la prima volta, l'*European SRI Transparency Code*, ovvero una serie di linee guida per garantire la chiarezza e l'*accountability* delle pratiche di finanza sostenibile degli investitori europei. Il codice è stato poi aggiornato numerose volte, l'ultima volta nel 2018, e i firmatari di questo documento devono rispettare una serie di requisiti obbligatori.

Organismi internazionali ed europei

Oltre alle reti internazionali ed europee della finanza a impatto vi sono alcuni organismi internazionali che, seppure presentino una missione molto più ampia, rappresentano un ulteriore fonte di ricerca globale per il settore dell'*impact investing*:

1. **World Economic Forum⁸⁰**: organizzazione di cooperazione internazionale tra il settore pubblico e quello privato nata nel 1971 a Ginevra come fondazione con l'obiettivo di sviluppare l'imprenditorialità nell'interesse pubblico con alti livelli di *governance*, integrità intellettuale e morale. L'attività svolta dal Forum è molto variegata ma ha prodotto numerosi documenti di ampio rilievo sul fenomeno

⁷⁹<http://www.eurosif.org/>

⁸⁰<https://www.weforum.org/>

dell'*impact investing*, beneficiando anche delle informazioni e dei dati derivanti dalla sua ampia rete internazionale. Nel gennaio 2012, nell'incontro annuale del *World Economic Forum* a Davos si sviluppò un confronto tra gli investitori *mainstream* e gli operatori del mondo dell'imprenditoria sociale riguardo le modalità attraverso cui garantire lo sviluppo e la diffusione del fenomeno dell'*impact investing*. Da quel momento, il *World Economic Forum* lanciò il "*Mainstreaming Impact Investing Initiative*" che ha portato ad una serie di pubblicazioni sul tema, strumentali alla riduzione delle barriere allo sviluppo della finanza ad impatto e al coinvolgimento degli investitori istituzionali;

2. **Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)** ⁸¹ : organizzazione internazionale di studi economici per i Paesi membri (35), Paesi sviluppati aventi in comune un'economia di mercato, con sede a Parigi, nata nel 1948. L'OCSE⁸² (acronimo italiano dell'*OECD*) ha svolto un ruolo chiave nell'iniziativa di investimento sull'impatto sociale globale avviata nel 2013 durante la presidenza britannica del G8 e con il rapporto "*Social Impact Investment: Building the Evidence Base*" (2015) ha promosso lo sviluppo di *standard* globali su definizioni, raccolta dati, misurazione dell'impatto e valutazione delle politiche.

Dal 2016 l'OCSE ha organizzato una serie di riunioni di esperti e di seminari regionali di professionisti in Africa, Asia e America Latina per discutere lo stato del mercato, gli attori e i modelli di *business* degli investimenti ad impatto. L'OCSE ha inoltre realizzato una serie di casi di studio su imprese sociali e inclusive per comprendere meglio i modelli e le esigenze di finanziamento. L'OCSE ha creato l'iniziativa *Social Impact Investment Initiative* e ha effettuato una mappatura delle politiche in ambito di finanza ad impatto, identificando 590 iniziative pubbliche intraprese da 45 Paesi in tutto il mondo al fine di promuovere il *SI* sia a livello nazionale che nella cooperazione allo sviluppo⁸³. Infine, ha prodotto numerosi documenti sul tema dell'*impact investing*;

3. **Commissione Europea**⁸⁴: organo esecutivo dell'Unione Europea (UE), politicamente indipendente, che avvia ed attua le politiche del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'UE. Il lavoro della Commissione è diretto dal collegio dei commissari, sotto la

⁸¹<https://www.OECD.org/>

⁸² <https://www.OECD.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-topics/social-impact-investment-initiative.htm>

⁸³ OECD (2019). *GLI INVESTIMENTI AD IMPATTO SOCIALE: L'IMPERATIVO D'IMPATTO PER LO SVILUPPO SOSTENIBILE: PUNTI SALIENTI*.

⁸⁴ https://ec.europa.eu/info/index_it

guida del Presidente. I commissari lavorano su specifiche priorità politiche stabilite dal presidente della Commissione. La Commissione Europea ha assunto un ruolo attivo nello sviluppo del mercato della finanza con la creazione dei fondi europei per il *venture capital* (*EuVECA*) e i fondi europei per l'imprenditoria sociale (*EuSEF*) che sono organismi di investimento collettivo che sono stati armonizzati a livello di Unione Europea attraverso i due regolamenti (UE) n. 345/2013 (*EuVECA*) e (UE) n. 346/2013 (*EuSEF*)⁸⁵. Il fondo europeo *EuVECA* “*mira a rafforzare la crescita e l'innovazione delle imprese nell'Unione, comprese le piccole e medie imprese (PMI)*” e “*far posizionare i fondi di VC meglio per attirare più sottoscrizioni di capitale e diventare più grandi*”. Il fondo europeo *EuSEF* è stato costituito per evitare che gli Stati Membri adottino misure divergenti in riferimento alla composizione del portafoglio dei fondi che operano sotto la denominazione di “fondi qualificati per l'imprenditoria sociale”, agli obiettivi di investimento ammissibili, agli strumenti di investimento che essi possono impiegare e alle categorie di investitori che possono investire in tali fondi in virtù di norme uniformi nell'Unione. Il registro dell'*European Securities and Markets Authority (ESMA)* conta 29 fondi italiani *EuVECA* manessun fondo *EuSEF* italiano. I risultati del fondo *EuSEF* appaiono deludenti e meno rilevanti nel quadro dell'*impact investing* anche se molto più orientati al tema dell'investimento nel settore dell'imprenditoria sociale rispetto ai fondi *EuVECA*, che erano genericamente indirizzati allo sviluppo del *VC*. La stessa Commissione Europa ha effettuato un riesame dei due regolamenti identificando le seguenti aree di debolezze dei fondi *EuSEF*, che hanno prodotto risultati limitati sia in termini di ampiezza di investimenti che di Stati Membri in cui sono stati utilizzati: “*le restrizioni imposte ai gestori, le norme relative ai prodotti e la (diversa)applicazione degli oneri regolamentari negli Stati membri per quanto riguarda la commercializzazione e la gestione dei fondi*”.

⁸⁵<http://www.europarl.europa.eu>

Tabella 3: *Network Internazionali di impact investing.*

Organizzazione	Tipologia di impresa	Focus Principale	Tassonomia	Focus geografico	Indagini/ricerche	Ruolo investitori italiani
GIIN	Associazione non profit	<i>Impact Investing</i>	ImpactBase: tassonomia dei fondi di investimento ad impatto	Internazionale	Indagine annuale rivolta ai membri della rete	Tra i fondi di investimento italiani presente solo Oltre Venture I
EVPA	Associazione non profit	<i>Venture philanthropy e Social investment</i>	Tassonomia dei fondi europei disponibili, dei suoi membri	Europeo con aggiunta di alcuni Paesi in USA, Asia	Indagine annuale rivolta ai membri della rete Case studies Guide pratiche di settore	Presenti circa 10 membri italiani
SIIT	Associazione non profit	<i>Social Impact Investment</i>	Rappresentazione dei principali attori di mercato, strumenti finanziari, aree di impatto ed iniziative	Internazionale (18 Paesi)	Un report conclusivo alla fine del lavoro del gruppo con le raccomandazioni per favorire lo sviluppo dell'ecosistema della finanza ad	Ha incluso il National Advisory Board italiano

					impatto	
GSG	Associazione non profit	<i>Social Impact Investment</i>	Rappresentazione dei principali attori di mercato, strumenti finanziari, aree di impatto ed iniziative	Internazionale (23 Paesi)	Report, ricerche, news ed un documento specifico per ogni Paese per descrivere i principali attori di mercato, le iniziative e le caratteristiche dell'ecosistema dell' <i>impact investing</i>	Include il National Advisory Board Italiano presieduto da onorevole G. Melandri
Monitor Institute	Associazione non profit	Filantropia ed organizzazioni sociali		Internazionale	<i>Report</i> del 2009	
Impactassets	<i>Spin-off</i> della Calvert Impact Capital	<i>Private debt e private equity</i> ad impatto	ImpactAssets 50: <i>database</i> di <i>manager</i> di fondi <i>private debt</i> e <i>private equity</i>	American <i>network</i> internazionale	Sottopone indagine rispetto alle sue 568 posizioni in investimenti ad impatto	
Social Finance UK	Associazione non profit	<i>Social Impact Bond</i>	Tassonomia dei <i>social impact bond</i>	Inglese ma con <i>network</i> internazionale	Indagine sui <i>social impact bonds</i>	Non sono presenti <i>social impact bonds</i> italiani

EUROSIF	Associazione non profit	Finanza sostenibile	Tassonomia degli strumenti finanziari di finanza sostenibile che aderiscono al <i>Transparency Code</i>	Europeo	Report tematici, Case studies Guide pratiche di settore. Una specifica sull' <i>impact investing</i>	Include anche il Forum per la finanza sostenibile e che è italiano
World Economic Forum	Associazione non profit	Cooperazione internazionale tra pubblico e privato		Internazionale	<i>Report</i>	
OECD	Organizzazione internazionale di Paesi con un'economia di mercato	<i>Social Impact Investment Initiative</i>	Mappatura delle politiche in ambito di finanza ad impatto	Internazionale	Analisi delle politiche internazionali in ambito di finanza ad impatto	590 iniziative pubbliche intraprese da 45 Paesi in tutto il mondo, anche in Italia
Commissione Europea	Organo esecutivo UE	Due fondi. <i>EuSEF</i> e <i>EuVECA</i>	Registro <i>ESMA</i> dei fondi che hanno beneficiato di questi finanziamenti	Europeo	Indagini sull'adeguatezza di questi regolamenti e sull'utilizzo in Europa di questi fondi	29 fondi italiani <i>EuVECA</i> , zero fondi italiani <i>EuSEF</i>

Essendo l'*impact investing* un fenomeno nuovo e a uno stadio di sviluppo non avanzato, la produzione scientifica, le ricerche e i documenti prodotti dagli organismi e dalle reti internazionali assumono enorme importanza anche se non si tratta di strumenti che hanno rilevanza giuridica e che non riescono ad essere esaustivi, in quanto sono nati sempre da iniziative singole di privati e/o accademici e stanno crescendo nel corso degli anni contemporaneamente allo sviluppo di questo settore.

Inoltre, i differenti *database* internazionali ed europei e le diverse reti prendono in considerazione attori di mercato e strumenti finanziari differenti anche in base ai propri contatti personali e alle loro conoscenze e considerano come rilevanti investitori diversi.

Oltre agli esempi già citati cito l'*impact data base beta*⁸⁶, creato dalla *BMW Foundation Herbert Quandt*, fondazione tedesca nata nel 1970 con l'obiettivo di promuovere un modello di governo che ispiri i *leader* del mondo a lavorare in un ambiente di pace e sostenibile per il futuro. L'*impact data base beta* elenca tra le reti internazionali di maggiore rilievo, oltre a GIIN, EVPA, EUROSIF, anche:

1. **CREO (Cleantech, Renewable Energy and Environmental Opportunities) Network**⁸⁷: associazione privata non profit di *family office*, investitori privati e consulenti focalizzata sugli investimenti e sullo sviluppo di un mercato globale a impatto ambientale positivo;
2. **Confluence Philanthropy**⁸⁸: organizzazione americana di differenti soggetti (enti di beneficenza, istituzioni, fondazioni) che vuole supportare e indirizzare gli investimenti pubblici, privati, delle fondazioni e dei filantropi verso investimenti ad impatto;
3. **EDGE Funders Alliance**⁸⁹: comunità di circa 30 donatori, consulenti e fondazioni, che ha l'obiettivo di fornire fondi che promuovano il bene pubblico, la sostenibilità e il benessere globale;
4. **Nexus**⁹⁰: comunità globale di circa 5000 membri, nata con l'obiettivo di unire il mondo degli investimenti e dei capitali privati con quello dell'imprenditoria sociale. Nexus organizza numerosi *summit* internazionali di grande rilievo;

⁸⁶ <https://impactdatabase.eu/>

⁸⁷ <https://creosyndicate.org/>

⁸⁸ <https://www.confluencephilanthropy.org/>

⁸⁹ <https://edgefunders.org/>

⁹⁰ <https://nexusglobal.org/impact-investing/>

5. **Pymwymic**⁹¹: primo fondo di *venture capital* sociale europeo, nato nel 1994, da 30 investitori pionieri appartenenti a importanti famiglie imprenditoriali, che hanno iniziato a investire tenendo conto, nel loro processo di destinazione dei capitali, di tre elementi: le persone, il pianeta e il profitto. Nel tempo, esso si è trasformato in una comunità di circa 120 investitori che collaborano per la promozione di questa cultura di investimento e che orientano i loro capitali in modo tale da generare, oltre il rendimento finanziario, anche un impatto sociale e/o ambientale;
6. **The ImPact**⁹²: una rete di soggetti di natura differente (*asset owner, asset manager, etc...*) che hanno come obiettivo di incoraggiare le famiglie a effettuare investimenti ad impatto in maniera più efficiente;
7. **Toniic**⁹³: una comunità attiva per gli *impact investor*, al servizio di individui, *family office*, fondazioni e fondi, nata per supportare e velocizzare il superamento delle principali barriere e sfide di questo settore. I membri di questa comunità investono, a loro volta, in prodotti finanziari per differenti classi di attivo, che promuovano l'economia sostenibile. Tra gli altri servizi offerti, Toniic ha creato una piattaforma che spiega nel dettaglio i principali termini del mondo dell'*impact investing*.

Il *GSG*, invece, nella rappresentazione delle reti, delle associazioni e dei facilitatori del settore dell'*impact investing*, oltre al GIIN, considera:

1. **United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI)**⁹⁴: associazione nata da *UNEP* e il mercato finanziario globale per mobilitare capitali verso lo sviluppo sostenibile e per creare un impatto positivo tramite il settore bancario e assicurativo e il risparmio gestito. Tra le iniziative di maggiore rilievo dell'*UNEP FI* si possono citare l'elaborazione di alcune linee di indirizzo per integrare la sostenibilità nel mercato finanziario: *Principles for Responsible Banking (PRB)*, *Principles for Sustainable Insurance (PSI)*, *Principles for Responsible Investment (PRI)*. I *PRI* sono considerati dal *GSG* tra le reti internazionali di *impact investing* (*UN PRI*⁹⁵). Si tratta di una rete internazionale più orientata al generale tema della "finanza sostenibile" ma che presenta numerosi riferimenti specifici alla finanza a impatto e alla generazione di impatto positivo grazie alla movimentazione di capitali;

⁹¹<https://pymwymic.com/>

⁹² <http://theimpact.org/>

⁹³ <https://toniic.com/>

⁹⁴ <http://www.unepfi.org>

⁹⁵<https://www.unpri.org/>

2. **Global Alliance for Banking on Values**⁹⁶: rete internazionale di 62 istituzioni finanziarie, fondata nel 2009, che riunisce *leader* del settore bancario, delle banche cooperative, delle istituzioni di microfinanza e delle banche di sviluppo, con l'obiettivo di supportare la sostenibilità economica, sociale e ambientale e la trasparenza in questi ambiti;
3. **Banking Environment Initiative (BEI)**⁹⁷: rete internazionale che include otto banche globali per creare impatto tramite la loro operatività e che è stata creata ad opera del *Cambridge Institute for Sustainability Leadership (CISL)*⁹⁸. Quest'ultima realtà viene anch'essa annoverata dal *GSG* tra le reti internazionali;
4. **Global Partnership for Financial Inclusion (GPFI)**⁹⁹: una piattaforma per i Paesi del G20 ed i principali *stakeholder* per sviluppare dei gruppi di lavoro sulla finanza inclusiva e per mettere in atto il *G20 Financial Inclusion Action Plan*;
5. **The Impact Management Project (IMP)**¹⁰⁰: una rete internazionale di duemila *practitioner* nata per discutere e per creare consenso riguardo alle tecniche di misurazione, rappresentazione e comparazione dei rischi *ESG* e degli impatti positivi;
6. **Coalition for Inclusive Capitalism**¹⁰¹: organizzazione non profit dedicata alla promozione del capitalismo inclusivo;
7. **Business for Sustainable Development Commission**¹⁰²: un'iniziativa durata due anni e terminata a gennaio 2018, che aveva come obiettivo lo sviluppo di *business case* per i *Sustainable Development Goals*;
8. **Committee Encouraging Corporate Philanthropy (CECP)**¹⁰³: è una coalizione di *CEO* creata nel 1999 dall'attore e filantropo Paul Newman per sviluppare delle strategie aziendali che siano ad impatto sociale e prendano in considerazione tutti gli *stakeholder*.

Infine, esiste un importante *database* per gli investimenti ad impatto, *Impact Space*, una piattaforma di dati aperta a tutti che fornisce informazioni rilevanti sugli *impact investor* del mondo. È parte dell'*Impact Alpha Ince* insieme all'*Impact Alpha* ha come obiettivo la

⁹⁶ <http://www.gabv.org>

⁹⁷ <https://www.cisl.cam.ac.uk/business-action/sustainable-finance/banking-environment-initiative>

⁹⁸ <https://www.cisl.cam.ac.uk/>

⁹⁹ <https://www.gpfi.org/>

¹⁰⁰ <http://www.impactmanagementproject.com/>

¹⁰¹ <https://www.inc-cap.com/>

¹⁰² <http://businesscommission.org/>

¹⁰³ <https://cecp.co/>

creazione di connessioni e reti tra gli investitori ad impatto e la diffusione delle informazioni per creare un nuovo modello di investimenti.

Come è possibile cogliere dal quadro sopracitato, ogni Paese, ogni contesto e ogni ricerca considera come rilevanti differenti reti internazionali, strumenti e *database*. La varietà del fenomeno della finanza ad impatto si riflette anche nell'eterogeneità delle reti nazionali ed internazionali che producono ricerche sul tema. Infatti, alcune delle sopracitate realtà sono legate al tema più ampio della finanza sostenibile o dello sviluppo sostenibile, mentre altre sono maggiormente focalizzate sull'*impact investing*; alcune presentano un respiro internazionale mentre altre sono nate in uno specifico Paese e nel tempo si sono espanse o proveranno a farlo in futuro. La presenza italiana è limitata in ognuna di queste reti e gli attori e gli strumenti finanziari italiani appaiono poco presenti nei *database* internazionali.

2.6. Principali barriere allo sviluppo

Il Monitor Institute identificava nel 2009¹⁰⁴ due tipologie di rischi per lo sviluppo del fenomeno dell'*impact investing*, connesse all'ampiezza del mercato all'epoca e alla tipologia di investitori. Nonostante siano trascorsi dieci anni, questi rischi sono considerati ancora attuali e consentono di definire alcune delle principali barriere di questo settore che devono essere superate per favorirne lo sviluppo:

1. **“Il rischio che fare investimenti ad impatto diventi troppo difficile”**, come accade per molti ecosistemi che sono ad uno stadio di sviluppo iniziale e dove esiste una grande confusione terminologica e di pratiche e dove sono presenti ancora pochi capitali e i costi di acquisizione delle informazioni sono molto alti, non essendo consentite economie di scala ed essendo poco presenti reti di investitori. Questo rischio consente di identificare alcune importanti barriere del mercato dell'*impact investing* (Balbo *et al.*, 2016):
 - a. **L'ecosistema è al primo stadio di sviluppo.** Nonostante si tratti di un fenomeno in grande espansione e crescita, il mercato dell'*impact investing* è ancora una nicchia e gli investimenti ad impatto sono ancora non maturi. Questo implica l'assenza di *track record* consolidati di rendimenti di mercato e analisi dei rischi, la mancanza di prodotti standardizzati e di nuove opportunità di investimento adeguate alle diverse esigenze dei portatori di interesse. Inoltre, tendenzialmente gli investitori *mainstream* entrano in un mercato solo

¹⁰⁴ Monitor Institute (2009). *Social & Environmental Impact: A design for Catalyzing an Emerging Industry*.

quando è a uno stadio di sviluppo maturo e quindi questo mercato presenta ancora una grande esigenza di capitali, soprattutto istituzionali, che ne favoriscano un rapido sviluppo.

- b. **Subscale.** La dimensione limitata che tipicamente presentano le imprese del mercato dell'imprenditoria sociale o che creano impatto e la ridotta disponibilità di capitali indirizzata a questo mercato da parte degli investitori riducono enormemente la grandezza e la qualità delle competenze dei membri del *management team*. L'adeguata esperienza e il livello di competenza degli investitori ad impatto sono, quindi, una necessità per lo sviluppo di questo mercato. A tal proposito sono indispensabili iniezioni di capitali istituzionali, come è avvenuto, ad esempio, con il fondo di fondi creato dall'iniziativa EIF (*European Investment Fund*), che ha costituito il *Social Impact Accelerator (SIA)* per l'*impact investing* in Europa, che ha svolto estremamente rilevante per la crescita del settore. Sulla base del modello europeo, la Cassa Depositi e Prestiti, che dal 2016 è diventata l'Istituzione Finanziaria per la Cooperazione allo Sviluppo italiana, ha creato la "Social Impact Italia", ovvero una piattaforma di investimento ('Piattaforma SII') con l'obiettivo di favorire lo sviluppo del mercato italiano della finanza inclusiva a sostegno dell'imprenditoria sociale. Questa piattaforma "prevede investimenti in capitale di rischio, orientati al conseguimento di specifici obiettivi di impatto (sociale ed economico) e focalizzati su due principali target: fondi e veicoli di investimento specializzati in *impact investing*, con focus sull'imprenditoria sociale; istituzioni finanziarie attive in *social lending* e microfinanza"¹⁰⁵.

La piattaforma Social Impact Italia identificherà potenziali opportunità di investimento valutandone il profilo complessivo, in termini non solo di redditività e sostenibilità economica, ma anche e soprattutto di ricadute sociali generate dalle iniziative sottostanti, che saranno oggetto di periodiche valutazioni sulla base di specifici indicatori di impatto.

- c. **Il processo di investimento è *time-consuming* e costoso.** Trattandosi di un fenomeno emergente e un mercato ancora poco sviluppato, caratterizzato da enormi asimmetrie informative e da ridotta disponibilità di informazioni facilmente accessibili, il processo di investimento richiede tempi lunghi e costi

¹⁰⁵https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/social_impact_italia?contentId=PRD11476

elevati. Ogni investitore deve impegnare tempo e capitali nella ricerca di informazioni sull'impresa investita e ha poche economie di scala da attivare a causa della varietà di prodotti, soggetti in cui investire, progetti, modalità di raggiungimento dell'impatto, rendimenti e classi di attivo. Le reti dovrebbero favorire la condivisione delle informazioni e la conseguente riduzione dei costi di transazione del processo di investimento.

- d. **Scalabilità.** La dimensione media delle operazioni è ancora ridotta ed implica costi più elevati per le verifiche di *due diligence*. La dimensione media di un'operazione diretta su un fondo di *impact investing* è spesso notevolmente inferiore all'ammontare dell'allocazione media degli investitori istituzionali. Questa difficoltà comporta anche problemi di replicabilità degli investimenti e spinge gli investitori a creare dei fondi che investono piccole porzioni di capitale nei singoli progetti e che raggiungono l'ammontare investibile diversificando per settore, area geografica, strumento finanziario. La scala ridotta degli investimenti è una barriera soprattutto per gli investitori istituzionali, i quali presentano molto spesso dei requisiti minimi di investimento in specifici settori e/o *asset class*.
- e. **Varietà di usi e di obiettivi.** Gli strumenti finanziari ad impatto vengono utilizzati dai differenti portatori di interessi con diverse modalità e usi e per rispondere a obiettivi compositi. Ciò comporta sia una grande difficoltà di misurazione dell'impatto realmente generato, in quanto è necessario anche rispondere contemporaneamente a bisogni informativi diversi, sia un enorme problema di standardizzazione dei prodotti finanziari e degli indicatori di misurazione di impatto.
- f. **Complessità di linguaggio.** La confusione metodologica e terminologica caratteristica di questo settore determinano un aumento di opacità in questo settore e una difficoltà anche per gli esperti di fornire un'adeguata comunicazione ai clienti riguardo l'offerta disponibile.
- g. **Mancanza di formazione e conseguente necessità di competenze specifiche.** La complessità terminologica e di linguaggio e la confusione generale riguardo questo fenomeno richiedono che siano attivati processi di formazione specifica nei confronti degli esperti di finanza e di tutti gli investitori e che, contestualmente, siano sviluppate competenze settoriali, riguardanti sia l'analisi finanziaria sia quella sociale e/o ambientale. L'attuale mancanza di

formazione e di competenze specifiche non rende chiara la comunicazione al cliente *retail* riguardo l'offerta finanziaria.

- h. **Confusione con il fenomeno della filantropia.** La complessità definitoria del fenomeno dell'*impact investing* e le sue variegate forme, con confini non sempre chiaramente delineati, rendono spesso gli investitori confusi riguardo questo fenomeno che, in alcuni casi, viene percepito ancora come una semplice forma di filantropia ovvero come un'iniezione di capitale che viene fatta senza alcuna volontà di ottenere un rendimento finanziario e, quindi, non viene considerata come una possibile forma di investimento del risparmio.
2. **“Il rischio che fare investimenti ad impatto diventi troppo semplice”**, investire ad impatto potrebbe trasformarsi da *“doing good”* a *“feeling good”*, ovvero questi investimenti potrebbero diventare un modo per assecondare una moda e/o potrebbero raggiungere il mercato *mainstream*, per cui ogni investitore, per rispondere alle esigenze dei clienti e a una generale tendenza del mercato, potrebbe iniziare ad investire ad impatto. In questo modo, verrebbero meno alcune delle caratteristiche fondamentali di questo mercato: l'intenzionalità di creare impatto e lo sforzo nella misurazione di quello generato. Da questo punto di vista è possibile individuare altre barriere all'*impact investing* e i possibili rischi in cui si incorre (Balbo *et al.*, 2016):
 - a. **Problema del *Mission drift*.** Attrahendo investitori *mainstream* e istituzionali che sono interessati ad alti rendimenti e ad ampie *deal size*, si rischia di avere un effetto *“mission drift”* ovvero che siano modificati ed indirizzati anche gli obiettivi delle imprese in cui essi investono. Gli investitori influenzano enormemente, tramite il loro processo di scelta, i soggetti che compongono la domanda di capitale. I fornitori di capitale interessati più al rendimento e all'*appeal* di queste forme di investimento potrebbero determinare una modifica della *mission* delle imprese sociali che diventerebbero orientate unicamente al profitto invece che all'impatto sociale e/o ambientale. Il rischio di *mission drift* può avvenire anche in una fase successiva di sviluppo dell'impresa su cui si è investito: nel momento in cui l'investitore ad impatto concede i propri capitali esiste una perfetta coincidenza tra l'intenzionalità di creare un impatto sociale e/o ambientale positivo e misurabile dell'investitore e del soggetto in cui esso investe; una volta ottenuti i capitali necessari per lo sviluppo dei differenti progetti o nel naturale corso di crescita dell'impresa, essa potrebbe modificare i propri obiettivi e perdere, in tutto o in parte, la

volontà di creare un impatto positivo per la comunità. Il problema del *mission drift* è particolarmente rilevante quando lo strumento di finanziamento scelto presenta la forma di capitale azionario/capitale di rischio. Le imprese sociali e le società che hanno una *mission* sociale sono spesso preoccupate del fatto che la concessione di quote di partecipazione nell'impresa a investitori *venture capitalist, private debt, etc.* potrebbe comportare un *mission drift* per l'intera impresa, obbligata a doversi impegnare maggiormente nella generazione di rendimenti finanziari piuttosto che nella creazione di impatto sociale e/o ambientale.

- b. **“Impact Washing”, “Green Washing” o “Rainbow Washing”.** La diffusione del concetto di *impact investing*, la sua forza e il suo successo potrebbero diventare talmente elevati che in alcuni casi determinati investitori finanziari semplicemente acquisiscano attività ed imprese tradizionali e modifichino il loro nome senza però trasformare il loro modello di *business* o la loro *mission*. Questo processo comporta un rischio per l'intero settore, che potrebbe trovarsi a dover fare i conti con una qualità bassa degli investimenti e ad attirare numerosi investitori senza che si apporti in alcun modo nuovo valore per la comunità o che cambi la sostanza dell'offerta di beni e/o servizi delle imprese finanziate. Un esempio tipico di questo fenomeno è rappresentato dall'offerta di alcuni strumenti tradizionali di debito come prestiti o prestiti mutualistici da parte di intermediari finanziari istituzionali, come banche ed assicurazioni, che inseriscono il termine “*impact*” nel nome del prodotto che però rimane invariato nelle sue caratteristiche finanziarie.

Oltre le sfide dell'*impact investing* sopra elencate, è possibile individuare ulteriori barriere che sono specifiche per alcune tipologie di investitori:

1. Per tutti gli investitori e, in particolare, **per gli addizionalisti**¹⁰⁶:
 - a. **La mancanza di metriche standardizzate adeguate alla misurazione dell'impatto sociale e/o ambientale.** L'identificazione di appropriate metriche di misurazione dell'impatto che rendano comparabili i risultati raggiunti da investitori differenti è resa molto complessa dalla difficoltà di comparabilità di risultati che sono stati ottenuti in circostanza diverse e dalla varietà degli usi che viene fatta di questi indicatori da parte dei diversi *stakeholder* che quindi

¹⁰⁶ Balbo *et al.*, 2016: pp. 105-110.

hanno requisiti ed esigenze informative diverse. La totale mancanza di pratiche standardizzate di mercato, sia nella misurazione della generazione di impatto sociale e/o ambientale da parte delle imprese sociali intese in senso lato sia nel calcolo da parte degli investitori del valore aggiunto generato dall'impiego dei loro capitali per aumentare questo impatto, rende fondamentale la tematica della misurazione. Gli investitori e le imprese sociali tendono ad adottare due possibili approcci nella misurazione: prendere in considerazione indici e indicatori standardizzati che alcuni istituti di ricerca, documenti, organi internazionali o reti creano e adattarli al loro contesto specifico e ai singoli investimenti, cercando di favorirne la comparabilità; viceversa, se si conosce bene il contesto in cui l'investimento è avvenuto, si sviluppano indicatori *ad hoc* per la specifica situazione e poi si cerca di renderli comparabili o universali.

- b. **La mancanza di casi di successo visibili e conosciuti.** I casi di successo consentono di attirare nuove risorse di capitale finanziario e altri investitori, di condividere le esperienze e le conoscenze, di creare dei *database* con dati funzionali all'intero settore. La diffusione dei casi di successo e dei loro nuovi modelli consente una generale percezione positiva del fenomeno da parte della comunità che, resa consapevole, prova ad assumere, investendo, un ruolo proattivo. In questo modo si attiva un circolo virtuoso in cui gli attuali investimenti ad impatto attirano nuove risorse che danno impulso al mercato e ne riducono contestualmente i costi, aumentandone l'attrattività. Allo stesso tempo è importante diffondere anche informazioni sui casi di fallimento, ovvero sulle analisi *ex post* svolte sugli investimenti ad impatto che non hanno avuto un esito positivo. La condivisione dei fallimenti potrebbe diventare uno strumento utile per gli altri investitori a impatto che, in questo modo, possono evitare di replicare i medesimi errori e possono avere un'analisi del mercato e delle peculiarità che ne ostacolano lo sviluppo.
- c. **Problema di prossimità dell'investitore.** Il grado di prossimità o di distanza del portatore di interessi e degli altri attori di mercato (tra cui anche gli investitori) rispetto all'impresa che genera l'impatto sociale e/o ambientale determina sia la differente capacità di misurazione sia le scelte di investimento effettuate. Infatti, vista la peculiarità del processo di investimento in strumenti finanziari ad impatto, che prevede un grande investimento nell'ottenimento

delle informazioni, nella conoscenza delle imprese e dei modelli che essi adottano per il raggiungimento degli obiettivi, la prossimità geografica influisce enormemente sulle scelte di investimento, per cui si tende a preferire imprese vicine.

Inoltre, per gli investimenti a impatto nei Paesi in via di sviluppo o comunque in qualsiasi mercato che non sia domestico, la distanza territoriale dai luoghi di investimento viene percepita, come è stato verificato da studi di finanza comportamentale, come un elemento aggiuntivo di rischio degli investimenti. Il rischio di prossimità è chiaramente più critico per gli investitori *retail* piuttosto che per gli investitori istituzionali che partecipano a reti internazionali e hanno la possibilità di acquisire informazioni e competenze specifiche anche su territori geograficamente distanti.

- d. **Asimmetria informativa.** In molte forme di investimento ad impatto c'è un'ampia asimmetria informativa tra l'investitore e l'impresa che genera impatto sociale e/o ambientale, soprattutto in merito alla bontà dell'impatto realmente creato e alle sue metriche di misurazione.

3. **Per gli investitori istituzionali** (Balbo *et al.*, 2016):

- e. **Il rischio finanziario dell'investimento è percepito in maniera errata come più elevato e i rendimenti come meno attrattivi.** Gli investimenti ad impatto sono percepiti come più rischiosi sia dal punto di vista finanziario che reputazionale, operativo e manageriale. L'idea generale degli investitori è che non sempre questi rischi aggiuntivi siano compensati da rendimenti più elevati e che, a parità di rischio, gli investimenti ad impatto nel breve termine abbiano un rendimento inferiore a quello di mercato. Il rischio reputazionale degli investimenti ad impatto ha la peculiarità di essere settoriale, per cui un comportamento inadeguato di una singola impresa può ripercuotersi sull'intero settore di mercato.
- f. **Gli investimenti ad impatto implicano, attualmente, un aumento delle riserve di capitale che gli investitori istituzionali devono detenere.** *Solvency II*, *Basilea III (International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, firmato a Basilea nel 2004) e *AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive - Directive 2011/61/EU)* categorizzano gli *impact investment* tra gli investimenti alternativi, rischiosi e illiquidi che, quindi, richiedono soglie di capitale regolamentare da detenere molto più elevate di

altri investimenti. Ad esempio, mentre gli investimenti azionari in società quotate in Paesi OCSE per *Solvency II* sono soggetti ad uno *stress* del 39%, più il *symmetric adjustment*, gli investimenti azionari alternativi sono invece sottoposti a uno *stress* del 49% più il *symmetric adjustment*. Per agevolare lo sviluppo dell'investimento in questa tipologia di *asset* sarebbe necessario emettere nuove norme sui requisiti di capitale regolamentare da detenere a fronte di questi investimenti come, ad esempio, è stato fatto per le compagnie di assicurazione e riassicurazione per i prodotti *infrastructure* (Regolamento delegato (UE) 2016/467 della commissione del 30 settembre 2015).

- g. **Imprevedibilità dei flussi.** Gli investitori istituzionali necessitano di flussi di cassa appropriati, stabili e prevedibili. In particolare, le compagnie di assicurazione che effettuano una gestione degli investimenti che prevede analisi di *asset liability management*, necessitano di flussi di cassa delle attività che siano stabili, a lungo termine e sufficientemente prevedibili in modo tale da consentire il *matching* in termini di *duration* e di rendimenti delle passività e delle attività che compongono i loro portafogli.

2. Per i fondi di investimento:

- a. **La difficoltà di inserimento degli investimenti ad impatto nel framework della *strategic asset allocation* (SAA).** Per rientrare all'interno della convenzionale strategia di investimento, è necessario avere appropriate metriche comuni al mercato tradizionale ovvero sono necessarie per gli investimenti ad impatto misure chiare di rendimento finanziario, rischio finanziario, volatilità, liquidità. Inoltre, è necessario che essi siano in grado di garantire il *portfolio match* e l'*exit time-line* in modo tale da consentire la flessibilità degli investimenti. Per l'*impact investing* sono rilevanti anche altre due metriche, ovvero il rendimento sociale e il rischio sociale. Per tale ragione, non è sempre facile inserire questi elementi e queste metriche all'interno dei portafogli già costituiti degli investitori. L'*impact investing* non può essere considerata una specifica classe di attivo in cui investire e per questo i gestori dei fondi per inserire questi strumenti finanziari nella loro *asset allocation* possono utilizzare metodi differenti. È possibile definire la percentuale di portafoglio da destinare a questa tipologia di investimenti, o cercare di utilizzare le metriche comuni finanziarie anche per questi prodotti, o valutare il *rating* di sostenibilità e l'impatto generato per l'interezza del loro portafoglio

di investimenti. Non è facile favorire l'integrazione di queste scelte in tutto il processo di investimento anche a causa delle problematiche di misurazione dell'impatto.

- b. **Mancanza di conoscenza e familiarità con l'offerta di prodotti.** Per i fondi di investimento, è necessario che il *team* di esperti e di consulenti finanziari che supportano i clienti nelle scelte di investimento siano consapevoli e abbiano familiarità con l'offerta di prodotti finanziari ad impatto in modo tale da poter offrire la soluzione adeguata alle specifiche esigenze del cliente. Inoltre, essi devono essere esperti nella valutazione dell'impatto in termini di rischio e di rendimento di questi investimenti sia dal punto di vista finanziario che sociale ed ambientale. L'assenza di *database* condivisi su tutti gli investimenti ad impatto e la generale mancanza di informazioni su questo settore non agevola gli esperti nella conoscenza di tutti i prodotti disponibili di questo nuovo mercato.

La descrizione delle principali barriere allo sviluppo del mercato dell'*impact investing* è stata effettuata senza alcuna distinzione, sia in riferimento alla tipologia di investitori che dell'impresa in cui si investe, sia in termini di mercato che di strumento finanziario utilizzato. Si tratta delle principali barriere percepite dagli attori del mercato, internazionali e nazionali, che sono presentate nei *report* e nei documenti sviluppati sul tema dell'*impact investing* (Balbo et al., 2016).

Ogni investitore si trova ad affrontare solo alcune delle barriere sopracitate in base allo specifico contesto. Infatti, gli ostacoli che i soggetti che investono in strumenti finanziari al di fuori dei mercati regolamentati si trovano ad affrontare, come, ad esempio, il problema della "scalabilità", sono differenti da quelli che devono fronteggiare gli investitori indiretti, come i gestori del risparmio, i cui maggiori ostacoli sono legati alle difficoltà derivanti dalla confusione terminologica, dalla ridotta conoscenza dell'offerta di prodotti ad impatto, dall'assenza di standardizzazione delle metriche di valutazione dell'impatto e dai problemi per l'inserimento di questi investimenti nella SAA.

3. Il mercato italiano dell'*impact investing*

3.1. Le peculiarità del mercato italiano dell'*impact investing*

L'*impact investing* in Italia rappresenta, come è possibile cogliere dal JRC - SCIENCE FOR POLICY REPORTS “Social impact investment in the EU”, un interessante caso europeo di sviluppo di questo mercato, caratterizzato da un grande potenziale, ma che è ancora lontano da una completa espansione, non ancora emerso nella sua interezza e che deve confrontarsi con proprie peculiarità e specifiche barriere. In Italia, nonostante siano presenti tutti gli elementi fondamentali dell'ecosistema, ovvero ampia presenza e sviluppo degli enti del Terzo Settore, offerta di capitali, e intermediari quali le fondazioni bancarie, il decollo definitivo di questo settore non è ancora avvenuto. Alcune delle correnti barriere all'investimento nel contesto italiano sono legate al fatto che gli strumenti finanziari di investimento prevedono un profilo rischio-rendimento non favorevole e una mancanza di educazione finanziaria tra le organizzazioni orientate a creare impatto¹⁰⁷.

Il ruolo cruciale degli enti del Terzo Settore fornisce una potenziale ampia espansione della domanda di capitale in questo mercato, ma, allo stesso tempo, agisce come inibitore di sviluppo degli investimenti ad impatto in favore di strumenti finanziari più tradizionali, ovvero della cosiddetta *social finance*¹⁰⁸, come verrà spiegato nel dettaglio in questo capitolo.

Gli investimenti in ambito sociale hanno seguito in Italia un approccio di sviluppo *bottom up*, ovvero sono nati principalmente dall'iniziativa privata e da una serie di attori del mercato che fanno parte dell'economia sociale, come le cooperative e le imprese sociali, e, negli ultimi anni da una serie di organizzazioni ibride come le società benefit e le fondazioni bancarie. Il ruolo cruciale dello Stato nell'offerta di servizi in alcuni settori come l'istruzione e la sanità non è stato altrettanto riscontrato nel processo di sviluppo ed incentivazione del mercato della finanza ad impatto. Infatti, a differenza dell'esperienza inglese (si veda il Paragrafo 2.2), l'*impact investing* italiano non è nato tramite un programma istituzionale del governo, ma bensì attraverso un percorso non sempre predefinito che ha previsto una fase preliminare in cui si è diffusa prima la finanza sociale, intesa come finanza al servizio degli attori di mercato che operano nel settore sociale.

¹⁰⁷Global Steering Group for driving real impact (Novembre 2019). *Contry profile: Italy*.

¹⁰⁸Maduro M., Misuraca G., Pasi G. (2018). *Social impact investments in the EU. Financing strategies and outcome-oriented approaches for social policy innovation: narratives, experiences, and recommendations*. JRC - SCIENCE FOR POLICY REPORTS.

Numerose sono le peculiarità italiane sia in termini di domanda di capitale che di offerta di capitali e sono influenzate dalla tradizione legale del Paese, dal suo contesto culturale e sociopolitico, dal ruolo delle istituzioni e dalla storia del settore pubblico.

L'identificazione delle caratteristiche specifiche dell'ecosistema italiano di *social impact investment* e delle principali differenze tra i vari mercati dei Paesi sviluppati e dei Paesi europei più avanzati consente di comprendere e definire quali possano essere i percorsi alternativi di sviluppo di questo settore in Italia e le modalità con cui si possono superare alcune delle principali barriere alla sua crescita.

Per queste ragioni, di seguito, verranno elencate le principali caratteristiche e peculiarità del mercato italiano che, in parte, hanno favorito lo sviluppo del fenomeno dell'*impact investing* e, contestualmente, verranno delineate quelle che ne hanno inibito l'espansione e per il superamento delle quali è necessario identificare delle strategie o degli strumenti innovativi specifici.

In Italia è lo stesso mercato finanziario tradizionale che presenta alcune caratteristiche specifiche che a loro volta hanno influenzato lo sviluppo e determinato alcune tipicità anche di questa tipologia di investimenti.

Il mercato finanziario italiano è bancocentrico, ovvero è caratterizzato da una massima presenza di banche commerciali, di credito cooperativo, popolari che gestiscono più del 70% degli *asset* totali¹⁰⁹ che vengono gestiti nei mercati finanziari italiani e prevede una presenza ridotta di intermediari non bancari come società di gestione del risparmio, società di intermediazione mobiliare, *venture capital* e *private debt*.

Inoltre, alcune forme di investimento come il *venture capital* (VC), che è largamente considerato come un importante fattore che stimola l'espansione economica e agevola lo sviluppo di settori che presentano un alto tasso di crescita e di sviluppo tecnologico (e.g., Kortume Lerner, 2001; Bottazzi e Da Rin, 2002; Samila e Sorenson, 2011; Manigarte Sapienza, 2017), o il *private debt* (PD) hanno riscontrato enormi difficoltà di sviluppo in Italia.

Il mancato sviluppo di queste forme di investimento è un fenomeno condiviso con gli altri paesi europei, a differenza di quanto avviene invece in Paesi come Cina, Regno Unito e USA,

¹⁰⁹Fonte: Taboga M., Working paper (2019), *Cross-country differences in the size of venture capital financing rounds: a machine learning approach*. Banca d'Italia.

dove il VC è una strategia di investimento ampiamente utilizzata. Nonostante si tratti di una caratteristica pienamente europea, è possibile riscontrare un'eterogeneità di sviluppo di queste forme di investimento anche nei diversi Paesi europei: ad esempio, in Italia, i fondi provenienti da *venture capitalist* ammontavano circa a 230 milioni di euro (2017) mentre in Germania ed in Francia rispettivamente a 2.9 e 1.9 miliardi di euro (2017)¹¹⁰.

Nonostante le banche abbiano un ruolo chiave nei sistemi finanziari, consentendo sinergie tra i servizi di pagamento, l'accumulazione della liquidità, anche per la natura monetaria della loro principale fonte di finanziamento (i depositi), gli intermediari non bancari offrono servizi personalizzati più adeguati per i differenti bisogni delle imprese e aumentano la profondità del mercato finanziario. Gli intermediari non bancari accrescono la competizione nel sistema finanziario, riducono i costi di transazione, aumentano la qualità dei servizi ed offrono prodotti più diversificati in termini di rendimento e di rischio e più personalizzati per le specifiche esigenze dei clienti. Per queste ragioni, la presenza di intermediari non bancari appare fondamentale per lo sviluppo di un qualsiasi mercato finanziario, quindi, presumibilmente anche per quello della finanza ad impatto.

Oltre alle generali peculiarità dei mercati finanziari, è possibile identificare alcuni attori di mercato sia lato domanda di capitali che offerta di capitali dell'*ecosistema dell'impact investing* che siano peculiari del contesto italiano.

Domanda di capitale

Nella definizione del fenomeno dell'*impact investing* non viene rappresentato nessun vincolo preciso sulla tipologia giuridica o le caratteristiche di *governance* che il soggetto in cui si investe deve avere. Questo mercato emergente è, quindi, rappresentato da un'enorme eterogeneità di imprese in cui è possibile investire che possano generare un impatto sociale e/o ambientale e per questo motivo non è facile determinare puntualmente la domanda di capitali.

Nella letteratura sia italiana¹¹¹ che internazionale¹¹² la domanda di capitale nel mercato dell'*impact investing* sembra essere caratterizzata, almeno in parte, dagli enti non profit (enti

¹¹⁰Taboga M., Working paper (2019), *Cross-country differences in the size of venture capital financing rounds: a machine learning approach*. Banca d'Italia.

¹¹¹ Si veda, tra gli altri: Forum per la finanza sostenibile (2017). *Impact investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*. Milano; Social Impact Investment Task Force (2015). *La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia*. Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8. Roma.

del Terzo settore in Italia cfr. alla legge delega 106/2016) in nome della loro esplicita missione di generare un impatto positivo e per i settori in cui esse generalmente operano. Ad esempio, l'OCDE nel 2014 esplicita la terza dimensione sociale e afferma che gli investimenti ad impatto siano indirizzati agli enti del Terzo Settore. La medesima organizzazione, successivamente, nel 2015, declinando le caratteristiche degli investimenti ad impatto, in riferimento alla domanda di capitale afferma che le organizzazioni che offrono beni e/o servizi sociali dovrebbero: stabilire all'interno dello statuto i doveri di responsabilità di impatto sociale, ricevere una certificazione esterna e porre in atto azioni preventive che non consentano possibili problemi di *mission drift*, ponendo l'attenzione non sulla forma giuridica degli *impact entrepreneur* ma sui beneficiari, sul livello di trasparenza di questi soggetti e sulle aree in cui indirizzare gli investimenti ad impatto. Infatti, seppure non siano presenti specifici vincoli settoriali per gli investitori ad impatto, essi tendono a concentrare i loro capitali in alcune aree, ad esempio, la sanità, l'educazione, che, in molti Paesi, tra cui l'Italia, sono caratterizzati dall'offerta di beni e/o servizi da parte degli enti del Terzo Settore (come si vedrà nel Paragrafo 3.4). D'altro canto, molte altre associazioni di attori di mercato (si veda, tra gli altri, l'EVPA) ed organismi internazionali (si veda, tra gli altri, il WEF) non viene indicata alcuna indicazione specifica sulla forma giuridica degli *impact entrepreneur*, anzi, viene sottolineata l'eterogeneità e la varietà di enti su cui gli investitori ad impatto investono. La difficile identificazione degli enti che compongono la domanda di capitali nel mercato dell'*impact investing* è legata all'assenza di vincoli specifici nella destinazione dei capitali di impatto, ai diversi avvenimenti che hanno portato alla nascita del fenomeno, come si vedrà successivamente in questo paragrafo, e alla divergenza di opinioni sia teoriche che pratiche.

Infatti, nonostante gli enti del Terzo Settore rappresentino potenzialmente la domanda di capitali della finanza ad impatto sociale ed in numerosi *report* nazionali essi siano rappresentati come i principali prenditori di fondi, negli ultimi anni, gran parte degli *impact investor* italiani ha investito in imprese *for profit* (con forma giuridica di società per azioni o società a responsabilità limitata)¹¹³ o in società con forme "ibride", come le Società Benefit, peculiarità italiana. Nel "Tiresia Impact Outlook 2019" emerge decisamente che la domanda di capitali, rispetto ai soggetti intervistati che hanno risposto, sia caratterizzata per il 75% da

¹¹²Si veda, tra gli altri: OECD (2015). *Social Impact Investment: Building the Evidence Base*. OECD Publishing, Paris; The GIIN (2018). *Global Impact investing Network. Roadmap for the Future of Impact investing: Reshaping Financial Markets*.

¹¹³Come è stato riscontrato dalle interviste fatte agli *impact investor* Luciano Balbo e Marco Gerevini.

imprese “*Profit with purpose*”¹¹⁴, per il 2% da Società Benefit e solo per il 23% da enti del Terzo Settore. Gli unici enti non profit che caratterizzano la domanda di capitali di investimenti ad impatto in Italia sono quelli “imprenditoriali” ovvero le imprese sociali e le cooperative sociali.

Per queste ragioni, l’analisi della domanda di capitale, in questo documento, sarà incentrata sia sugli enti del Terzo Settore che su altre tipologie di imprese come le Società Benefit. Si precisa che per “enti del Terzo Settore” si fa riferimento ad organizzazioni composite e molto diverse tra loro sia per forma giuridica che per modalità organizzative e finalità, per cui, considereremo, come domanda di capitali della finanza ad impatto, solo gli enti del Terzo Settore che sono organizzazioni produttive e imprenditoriali che erogano servizi di interesse generale.

La prima peculiarità del mercato italiano è rappresentata dalla rilevanza degli enti del Terzo Settore che, considerando i dati del censimento per le istituzioni non profit del 2016, sono circa 16.125 e potrebbero, quindi, rappresentare un’ampia parte della potenziale domanda di capitali per il mercato dell’*impact investing*. Inoltre, l’Italia è un Paese caratterizzato da un elevato numero di donazioni pro capite (una delle più alte d’Europa)¹¹⁵ e quindi potenzialmente dovrebbe avere un mercato molto sviluppato di capitali non commerciali che potrebbero essere interessati a queste forme di investimento.

Considerando la domanda di capitali di enti non profit nel mercato dell’*impact investing*, finora, le cooperative sociali rappresentano il modello di impresa sociale più diffuso in Italia e riescono a coniugare le due dimensioni, economica e sociale, nella loro forma statutaria ed organizzativa sia per la natura democratica e *multistakeholder* della *governance*: l’approvazione del bilancio e dei programmi di attività ad esso legate avvengono sulla base del principio “una testa un voto”, al di là del contributo di ciascuno al capitale sociale; sia per la caratteristica innovativa che risiede nell’atto della costituzione dell’impresa, che si caratterizza come il risultato di iniziative di gruppi che condividono un bisogno sociale e l’appartenenza ad un territorio. Le cooperative sociali, secondo quanto previsto dalla legge dell’8 novembre 1991 n. 381, hanno lo scopo di perseguire l’interesse generale della comunità alla promozione umana e all’integrazione sociale dei cittadini attraverso:

¹¹⁴Le imprese “*profit with purpose*” sono definite: “*businesses form part of the wider group of ‘impact-driven organisations’, as defined by the Social Impact Investment Taskforce. They are flanked by non-profits and social and solidarity enterprises on one side, and on the other side, ‘businesses-seeking-impact’ which set significant outcomes objectives but do not lock in their mission.*” (WGMA, 2014).

¹¹⁵ Global Steering Group for driving real impact (Novembre 2019). *Contry profile: Italy*.

- a) la gestione di servizi socio-sanitari ed educativi (cooperative di tipo A);
- b) lo svolgimento di attività diverse - agricole, industriali, commerciali o di servizi - finalizzate all'inserimento lavorativo di persone svantaggiate (cooperative di tipo B).

Una delle peculiarità del mercato italiano dell'*impact investing* in riferimento a questa tipologia di enti è la politica di distribuzione degli utili per il mercato dell'imprenditoria sociale ed il vincolo assoluto di distribuzione. Questa limitazione comporta che queste organizzazioni non siano attraenti per gli investitori ad impatto, i quali riscontrano un'enorme complessità nelle *exit strategy* quando investono capitali di rischio e nell'ottenimento dei rendimenti finanziari che è una delle caratteristiche peculiari degli investimenti ad impatto (Impact Investing di SDA Bocconi, 2014). Questo elemento inibisce gli investitori ad impatto dal collocare capitale in queste tipologie di enti.

Sicuramente un importante passo verso una migliore convergenza della potenziale domanda di capitale e gli investimenti sarebbe potuto essere rappresentato dalla Riforma del Terzo Settore, ovvero la legge delega n. 106/2016 che è intervenuta a novellare la disciplina generale delle organizzazioni non profit e a raccordare le diverse leggi speciali riguardanti le organizzazioni di volontariato (l. 266/1991), le cooperative sociali (l. 381/1991) e le associazioni di promozione sociale (l. 383/2000). Il legislatore, con il decreto legislativo n.117 del 2017, ha definito una nuova categoria di organizzazioni: gli enti del Terzo Settore volti al perseguimento "senza scopo di lucro di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale e che [...] promuovono e realizzano attività di interesse generale", superando la divisione troppo netta tra forme organizzative ed esaltandone gli elementi identitari comuni. In quest'ottica, ritroviamo alcune azioni previste dalla normativa: la previsione di predisporre un codice legislativo comune a tutte le organizzazioni di Terzo Settore; l'unificazione dei registri e degli obblighi di rendicontazione; la semplificazione delle procedure per il riconoscimento della personalità giuridica; la creazione della consulta del Terzo Settore e la sua assunzione a organo consultivo del governo; la previsione di regole fiscali comuni. Tale riforma, nonostante abbia modificato anche la normativa riguardante l'impresa sociale, non è riuscita nell'intento, desiderato da molti e previsto in parte nella legge delega, di allentare o eliminare del tutto il vincolo sulla distribuzione degli utili che viene rappresentato come inibitore dell'accesso alla finanza, in quanto incoraggiava un orientamento verso la domanda privata e verso rapporti più stretti con le imprese convenzionali, da cui sarebbero potuto

derivare idee e soluzioni innovative, con l'ulteriore vantaggio di potersi così smarcare dall'eccessiva dipendenza dai finanziamenti pubblici¹¹⁶.

Infine, analizzando il fabbisogno finanziario degli enti non profit italiani è possibile evincere che: il 70% circa dei capitali utilizzati da queste imprese deriva dall'autofinanziamento, ovvero dalle risorse indivisibili accumulate nel tempo (Venturi P., Zandonai, 2012); la seconda fonte di finanziamento è rappresentato dal settore bancario e da forme di investimento tradizionali quali prestiti, mutui, crediti; il sistema bancario sembra, quindi, in grado di rispondere in maniera appropriata e soddisfacente alle esigenze di capitali da parte di questi enti.

Nonostante i vincoli legali e organizzativi degli enti del Terzo Settore ed il fatto che il loro fabbisogno finanziario sia sufficientemente soddisfatto tramite il settore bancario, l'autofinanziamento e tramite altri strumenti finanziari tradizionali, questi enti, come tutte le imprese medio-piccole italiane negli ultimi anni sono stati sottoposti a pressioni per modificare le loro aree di attività in settori che richiedono numerosi investimenti in modo tale da espandersi e mantenere un equilibrio economico (Borzaga C., 2020). La nascita di offerta da parte di imprese private in settori come la sanità, che precedentemente erano caratterizzati dalla presenza quasi esclusiva di enti del Terzo Settore, ha aumentato la pressione competitiva e ha accresciuto la necessità di effettuare investimenti in rami nuovi o in tecnologie all'avanguardia che richiedono capitali maggiori. Contemporaneamente, gli enti del Terzo Settore e, in particolare, le cooperative sociali hanno iniziato a sentire la necessità di ampliarsi, entrare in nuovi mercati, aumentare l'efficienza per attivare nuovi cicli di innovazione e soddisfare una nuova domanda di prodotti e/o servizi. Per fare questo, avranno bisogno di capitali anche da fonti private, vista la stagnazione dei finanziamenti pubblici, i ritardi nei pagamenti dei contratti da parte del settore pubblico ed il basso livello di soddisfacimento per i servizi offerti, in particolare, in specifici settori come quello dell'immigrazione. Inoltre, le due grandi sfide che rendono necessarie gli strumenti finanziari ad impatto sono: una crescente eterogeneità di bisogni sociali, non coperta dal tradizionale "welfare state" che gli enti del Terzo Settore devono soddisfare; della scalabilità dei modelli di business delle imprese sociali, della capacità di questi ultimi di crescere sia in dimensioni che in complessità per aumentare la propria capacità di risposta (Cantieri ViceVersa, 2019).

¹¹⁶Borzaga C. (2018). *L'impresa sociale nel perimetro del Terzo Settore: riposizionamento e rilancio*. Rivista impresa sociale.

La nascita di queste nuove esigenze ed il bisogno di capitali anche da fonti private e l'esigenza contestuale degli investitori ad impatto di concedere capitali a soggetti che presentano una chiara missione sociale e/o ambientale potrebbe in futuro rendere reale questa domanda potenziale di capitali del mercato dell'*impact investing* in Italia qualora fossero abbattute le barriere all'incontro tra domanda ed offerta.

L'apertura al mondo della finanza ad impatto da parte degli enti del Terzo Settore è anche sottolineata dall'ultimo rapporto Osservatorio UBI BANCA su "Finanza e Terzo Settore" – IX EDIZIONE del 2020¹¹⁷ in cui, tra le altre, si sottolineano le seguenti evidenze¹¹⁸:

1. Gli enti del Terzo Settore mostrano una crescente conoscenza degli strumenti di finanza ad impatto sociale¹¹⁹: più di 2 organizzazioni su 5 dichiara, infatti, di esserne informato ed i soggetti maggiormente informati sono i consorzi di cooperative sociali e sono collocati al Nord. È prevalente la conoscenza degli strumenti di finanza agevolata (come ad esempio il Fondo Rotativo Imprese CDP-MISE-ABI o i Fondi Agevolati BEI), mentre poco meno di 2 organizzazioni su 5 sono informate in merito agli strumenti *pay for success*. Le organizzazioni costituite più recentemente (meno di 11 anni di attività) mostrano un grado di conoscenza più alto rispetto al campione sul *Social Venture Capital* (69,2%), sugli strumenti ibridi (61,5%) e sugli strumenti *pay for success* (46,2%).
2. Gli enti del Terzo Settore sono interessati al loro utilizzo: circa un'organizzazione su 3 (33,6%), tra i soggetti che avevano risposto di conoscere gli strumenti di finanza a impatto sociale, dichiara di essere interessata al loro utilizzo; all'interno di questo campione si riscontrano principalmente soggetti che rispondono di essere semplicemente interessati (19,1%) e in misura inferiore le organizzazioni che stanno già utilizzando questo tipo di strumenti (14,5%). Gli strumenti *pay for success* si confermano essere quelli meno utilizzati e/o quelli che generano minor interesse. La motivazione deriva plausibilmente, da un lato, "dal perpetrarsi di una bassa diffusione di questa tipologia di finanza ad impatto nel contesto italiano e, dall'altro, dalla

¹¹⁷ Si tratta di un'indagine campionaria indirizzata a circa 250 soggetti (enti del Terzo Settore) principalmente collocati in Lombardia, Veneto ed Emilia-Romagna e che ha mostrato un tasso di risposta del 23,9%.

¹¹⁸https://www.ubibanca.com/1407134889105/Osservatorio%20UBI%20Banca%20IX%20ed_Full%20Report_DEF.pdf?blobheadname1=Content-Disposition&blobheadvalue1=inline;%20filename=Osservatorio%20UBI%20Banca%20IX%20ed_Full%20Report_DEF.pdf

¹¹⁹ In tale indagine, per "strumenti ad impatto sociale" si intende: Strumenti ibridi, Strumenti *pay for success*, Obbligazioni solidali, Social Venture Capital, Strumenti a finanza agevolata

complessità dello strumento e varietà dei soggetti coinvolti e dei volumi di risorse economiche che caratterizzano lo strumento in questione”.

La finanza sostenibile, in generale, e l'*impact investing*, in particolare, possono assumere un ruolo rilevante sia nella riorganizzazione del Terzo Settore, in seguito alla Riforma, che nello sviluppo di prodotti e servizi innovativi per gli enti dell'imprenditoria sociale ma non riescono ancora ad intercettare adeguatamente le esigenze reali degli enti del Terzo Settore (Bicciato, 2019). Nonostante l'intenzione degli operatori finanziari di investire nel settore dell'imprenditoria sociale, esistono alcune barriere reali all'incontro tra domanda di capitali ed offerta di capitali in Italia che hanno portato anche all'esigenza di sviluppare un progetto come “Cantieri ViceVersa”, frutto dell'alleanza tra il Forum per la Finanza Sostenibile (FFS) e il Forum Nazionale del Terzo Settore, finalizzato ad agevolare il dialogo tra i due mondi. Alle barriere presentate nella parte precedente del capitolo, è possibile aggiungere quelle individuate dal progetto “Cantieri ViceVersa”:

- La scarsa conoscenza degli strumenti finanziari innovativi che il mercato SRI è in grado di offrire da parte degli enti del Terzo Settore (Cantieri ViceVersa, 2019);
- Lo sbilanciamento tra competenze manageriali e finanziarie (con una conseguente carenza di modelli di business strutturati) e competenze specifiche legate al bisogno sociale (Al Tajie Bengo, 2018; Achleitner *et al.*, 2014; Lyons e Kickul, 2013);
- Logiche di investimento *mainstream* che prescindono dalle modalità in cui gli Enti del Terzo Settore generano il proprio valore sociale (Barraket Mason, eBlain, 2016, Castellas *et al.*, 2018; Arena *et al.*, 2018;) nella strutturazione dei prodotti e dei processi decisionali da parte degli operatori finanziari, con un insufficiente investimento da parte degli operatori finanziari in ricerca e sviluppo che non ha dato avvio a una comprensione delle mutevoli modalità di creazione del valore del mondo del Terzo Settore al fine di intercettarne le esigenze finanziarie più stringenti;
- Il livello di “*investment readiness*” delle imprese sociali italiane (Tiresia Social Impact Outlook, 2018);
- La bassa propensione all'innovazione che caratterizza da anni il mondo del non profit (Cantieri ViceVersa, 2019).

Per quanto concerne altri attori che rappresentano la domanda di capitali, è importante considerare che l'Italia è il primo Paese in Europa che, con la “Legge di Stabilità 2016” (legge 28 dicembre 2015 n. 208, articolo 1, commi 376-384), ha introdotto le “Società Benefit” nel

proprio ordinamento. Non si tratta di un nuovo tipo sociale di impresa ma bensì una qualifica, una certificazione che può essere acquisita da qualunque tipologia societaria ovvero “da ciascuna delle società di cui al Libro V, titoli V e VI, del Codice civile, nel rispetto della relativa disciplina”.

L’elemento chiave di questa tipologia ibrida di società è il dualismo dello scopo ovvero quello finanziario e quello di beneficio comune, non solo in via fattuale, ma eventualmente anche, per il tramite del rispetto di apposite previsioni statutarie. Le Società Benefit effettuano un “bilanciamento” tra l’interesse dei soci (dividere gli utili) e l’interesse di “coloro sui quali l’attività sociale possa avere un impatto”.

Offerta di capitali

Per quanto concerne invece gli intermediari che fanno parte del mercato dell’*impact investing* o di possibili investitori diretti, una delle peculiarità italiana è rappresentata dalla presenza delle fondazioni di origine bancaria che hanno svolto un ruolo cruciale nello sviluppo di questo mercato. Le fondazioni di origine bancarie sono “soggetti non profit, privati e autonomi, che perseguono esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico”¹²⁰. Si tratta di fondazioni nate negli anni Novanta con la cosiddetta legge Amato (n. 218 del 30 luglio 1990), che portò alla privatizzazione delle Casse di Risparmio e delle Banche del Monte e sono 86 in Italia, concentrate particolarmente nell’area settentrionale del Paese. Le fondazioni di origine bancaria dispongono di ingenti patrimoni, che investono in attività diversificate, prudenti e fruttifere e sostengono attività d’interesse collettivo nei settori tassativamente indicati della: ricerca scientifica, istruzione, arte, sanità, cultura, conservazione e valorizzazione dei beni ambientali e paesaggistici, assistenza alle categorie sociali deboli. La legge Amato portò alla separazione dell’attività creditizia da quella filantropica: “*la prima fu scorporata e attribuita alle Casse di Risparmio Spa e alle Banche del Monte Spa, ormai società profit, commerciali private, disciplinate dal Codice Civile e dalle norme in materia bancaria e finanziaria analogamente alle altre banche. Le attività finalizzate allo sviluppo sociale, culturale, civile ed economico rimasero invece proprie delle Fondazioni (dette di origine bancaria proprio perché nate in occasione della riforma del sistema bancario italiano), a cui inizialmente fu data anche la proprietà di tutte le azioni in cui era stato ripartito il patrimonio delle neonate società bancarie: proprietà che è stata significativamente ridotta negli anni fino a scendere sotto la quota di controllo per la*

¹²⁰<https://www.acri.it/Articles/PublicArticle/38/presentazione>

maggior parte delle Fondazioni.” Il protocollo d’Intesa del 22 aprile 2015 tra Ministero dell’Economia e delle Finanze e dell’ACRI (Associazione Italiana di fondazioni e Casse di risparmio Spa) ha previsto, tra le altre norme, che tutte le fondazioni di origine bancaria che hanno sottoscritto questo protocollo devono rispettare il seguente vincolo: “il patrimonio non può essere impiegato, direttamente o indirettamente, in esposizioni verso un unico soggetto per ammontare complessivo o superiore a un terzo del totale dell’attivo dello stato patrimoniale della Fondazione valutando al *fair value* esposizioni e componenti dell’attivo”. Le fondazioni hanno quindi dovuto ulteriormente ridurre la partecipazione nella banca di riferimento. Questa tipologia di intermediari e/o di investitori nel corso del tempo ha concentrato gran parte dei propri investimenti nel territorio circostante. Il ruolo e le caratteristiche di questa tipologia di fondazione sono tipici del contesto italiano e molti attori del mercato di *impact investing* sono fondazioni di origine bancaria, i quali, come anticipato nel primo capitolo, in alcuni casi svolgono il ruolo di intermediari finanziari e, in altri, di investitori.

Come anticipato precedentemente, le peculiarità italiane nel mercato dell’*impact investing* non sono esclusivamente legate alle generali caratteristiche del mercato finanziario, caratterizzato da un sistema bancocentrico in cui alcune forme di investimento come il *venture capital* faticano a svilupparsi, e alle caratteristiche e le limitazioni degli attori che costituiscono la domanda di capitale e degli intermediari finanziari specifici ma anche da un processo di sviluppo tortuoso e lento che è partito dalla diffusione della *social finance*, anche a causa della rilevanza e dell’ampiezza del Terzo Settore. Inoltre, in un primo momento, anche la discussione pubblica riguardo gli investimenti sociali era incentrata su una serie di strumenti finanziari tradizionali che venivano messi a disposizione del settore dell’economia sociale come una possibile risposta alla riduzione degli interventi pubblici di finanziamento e alla crisi del Terzo Settore.

L’ampiezza e la rilevanza del Terzo Settore italiano, sia in termini di capacità produttiva, visto che esso genera complessivamente circa 70 miliardi (4.3% del PIL) (ISTAT, 2017), che di tipologia di organizzazioni, che variano dalle fondazioni filantropiche alle cooperative, che di settori di intervento, che spaziano dalla cultura alla salute, è stata affiancata, nel tempo, in particolare dagli anni Novanta, in seguito alla cosiddetta “Legge Amato”, da numerosi finanziamenti da parte di alcune banche commerciali e dalle fondazioni di origine bancarie italiane, come visto precedentemente dalla ricerca prodotta da Ubi Banca, e dallo sviluppo di banche con specifici scopi sociali. Infatti, la tradizione dei finanziamenti bancari alle imprese

del Terzo Settore ha portato alla nascita nel 2007 di Banca Prossima all'interno del Gruppo Intesa Sanpaolo con il preciso intento di essere a servizio dell'economia sociale. Unicredit, nel corso del tempo, ha creato, oltre la nascita della fondazione che si occupa esclusivamente di filantropia, un'offerta variegata di strumenti e prodotti finanziari specifici per gli enti del Terzo Settore che non è caratterizzata esclusivamente da prestiti specifici per questi enti ma anche dallo sviluppo di interventi di finanza ad impatto (*social impact banking*) attraverso i filoni del microcredito, dell'*impact financing* e dell'educazione finanziaria. In seguito a queste prime operazioni, sono stati creati dei fondi filantropici per enti di beneficenza lanciati da Banca Sella e Banca Esperia e i primi *social bond grant based* di UBI Banca. Inoltre, precedentemente, già nel 1999, era nata a Padova una banca, Banca Etica, che non è mai stata direttamente indirizzata agli enti del Terzo Settore ma che rappresenta un interessante caso trasformativo del settore bancario. Si tratta di una banca costituita con un obiettivo più ampio, ovvero promuovere modelli economici e sociali alternativi a quelli della globalizzazione, rafforzando la natura di vero e proprio capitale sociale alternativo, fatto di relazioni e idee innovative.

L'ampiezza del Terzo Settore, la nascita nel sistema bancario di realtà vicine al mondo dell'imprenditoria sociale nonché la peculiare presenza in Italia delle fondazioni bancarie e delle banche di credito cooperativo, caratterizzate da assenza di scopo di lucro, localismo degli investimenti e persecuzione del beneficio comune, dovrebbero far pensare ad un semplice e veloce evoluzione del fenomeno della finanza ad impatto sociale e/o ambientale che non si è verificato. Le cause di questo mancato automatico sviluppo sono da ricercare anche nel ruolo centrale del settore pubblico nell'offerta di servizi in determinati settori come istruzione e sanità che riducendosi nel tempo, lasciando ampio margine di crescita agli enti del Terzo Settore, ha portato alla nascita di un meccanismo per cui l'economia sociale si occupava di offrire questi servizi, ricevendo finanziamenti dal settore pubblico. La dipendenza tra enti del Terzo Settore e programmi pubblici non si è trasformata in una cooperazione a livello di obiettivi e pianificazione dell'offerta di servizi ma semplicemente in un rapporto contrattuale tra cliente (lo Stato) e fornitore di servizi (l'economia sociale)¹²¹. Nel corso del tempo, il settore pubblico replicava anno per anno quasi pedissequamente i programmi sociali per cui chiedeva un supporto agli enti del Terzo Settore ed essi si sono specializzati nell'offerta di servizi a basso costo e nello sviluppo di competenze di

¹²¹ Carola Carrazzone (2018). <http://www.vita.it/it/article/2018/03/26/due-miti-da-sfatare-per-evitare-lagonia-del-terzo-settore/146361/>

progettazione per rispondere a bandi pubblici. L'ottica dell'economia sociale nell'offerta di servizi che precedentemente erano pubblici è diventata “a progetto”, ovvero orientata al raggiungimento dei risultati attraverso l'esecuzione di una lista predefinita di attività in un lasso temporale limitato con un *budget* predeterminato destinato prevalentemente alla copertura dei costi sostenuti. Questo non ha consentito agli enti del Terzo Settore di acquisire la consapevolezza dell'importanza dell'utilizzo di capitali anche come forma di investimento per favorire la crescita e lo sviluppo dell'ente stesso (Carola Carozzone¹²²). “Il meccanismo dei bandi ha prodotto organizzazioni deboli, in *starvation cycle*¹²³ e in concorrenza vitale tra loro e un effetto di adattamento, di isomorfismo delle organizzazioni del Terzo Settore come progettifici.”. La nascita di un'offerta di capitali attraverso strumenti finanziari *plain vanilla* da parte di banche commerciali, di credito cooperativo e di fondazioni bancarie ha consentito però di dare una prospettiva, seppure di breve termine, di investimento agli enti del Terzo Settore e di sottrarsi al meccanismo della progettazione.

In opposizione, la crisi finanziaria del 2007-2009 ha esacerbato lo *starvation cycle* degli enti del Terzo Settore riducendo l'accesso al credito del settore privato, riducendo le risorse pubbliche e facendo crescere la domanda di servizi non a pagamento da parte di ampie fasce della popolazione che ha causa della riduzione del reddito pro capite e di fenomeni di disoccupazione non erano più in grado di ottenere queste prestazioni nel mercato privato. Chiaramente le imprese di economia sociale che già precedentemente avevano una struttura solida e avevano ridotto la loro dipendenza finanziaria dal settore pubblico hanno sofferto tale crisi in misura minore. Questa fase critica ha reso lo sviluppo degli investimenti ad impatto in Italia come la fonte di capitali per la modernizzazione del vecchio settore della finanza sociale. L'approccio *bottom up* di sviluppo dell'*impact investing* in Italia, nel periodo della crisi finanziaria, è stato accompagnato da alcune iniziative istituzionali¹²⁴ e da un crescente interesse delle fondazioni bancarie, prima di tutte fondazione Cassa di Risparmio delle Province Lombarde (Cariplo), a sviluppare nuovi strumenti finanziari per creare e sviluppare il nuovo ecosistema degli investimenti ad impatto sociale.

¹²² Carola Carozzone è segretario generale di Assifero (Associazione italiana delle fondazioni ed enti della filantropia istituzionale) e membro dell'*advisory board* di Ariadne (*European Funders for Social Change and Human rights*) e di ECFI (*European Community Foundations Initiative*), 2018).

¹²³ Carola Carozzone nel 2018 (<http://www.vita.it/it/article/2018/03/26/due-miti-da-sfatare-per-evitare-lagonia-del-terzo-settore/146361/>) definisce lo *Starvation Cycle*, o “ciclo della povertà”, come un circolo vizioso piuttosto una spirale elicoidale che spinge inesorabilmente le organizzazioni non profit giù verso il baratro; quelle organizzazioni che vivono prevalentemente di fondi provenienti da fondazioni o enti pubblici.

¹²⁴ come il *Social impact accelerator* (SIA) e il lavoro prodotto dal *National Advisory Board* Italiano della *Social Impact Investment Taskforce*, coordinata dall'allora ministro Giovanna Melandri.

Caratteristiche comuni al mercato europeo

Oltre le specificità italiane descritte precedentemente, è possibile identificare alcune caratteristiche comuni a tutti i Paesi europei, ad eccezione del Regno Unito:

- 1) Il **ginepraio normativo**, ovvero la mancanza di regolamentazione e di un quadro normativo completo sia rispetto alle forme di investimento e agli strumenti che agli attori di mercato e alle opportunità di investimento nel mercato della finanza ad impatto. In Italia esistono alcune misure normative su specifici strumenti finanziari o alcune politiche europee di incentivazione allo sviluppo del fenomeno ma non esiste una chiara regolamentazione sistematica che preservi anche tutti gli investitori da rischi regolamentari. I principali interventi normativi nazionali sono: legati a specifici strumenti finanziari (per il microcredito, il Decreto Legislativo del 19 settembre 2012 n. 169, recepito negli articoli 111 e 113 del Testo Unico Bancario, per l'*equity-based crowdfunding*, il Decreto Legge n. 179/2012 e per i titoli di solidarietà il Decreto Legislativo n. 460/1997); specifici obblighi di informazione e di rendicontazione per la contigua finanza “etica” e/o “socialmente responsabile” cui sono tenuti “i soggetti abilitati e le imprese di assicurazione che promuovono prodotti e servizi qualificati come etici o socialmente responsabili” (art. 117-ter del Testo Unico della Finanza), senza fornire una definizione puntuale delle loro caratteristiche.
- 2) La **natura labour-intensive** degli enti del Terzo Settore, ovvero si tratta di una tipologia di impresa che ha maggiore necessità di forza lavoro rispetto all’investimento di capitale. Queste non necessitano di capitali ingenti o tecnologie sofisticate, mentre è indispensabile la presenza di specifiche professionalità. Inoltre, molte di queste organizzazioni hanno tradizionalmente vissuto in una logica *cash flow based*, ovvero date le entrate di cassa disponibili in un ciclo (diciamo annuale), determinano ed eseguono il massimo servizio che l’organizzazione può apportare alla società in quel periodo, e poi il ciclo si ripete¹²⁵. In questo modo, il loro modello di intervento sociale appare caratterizzato dallo scetticismo circa la necessità di mobilitare ingenti capitali attraverso l'*impact finance*. In Italia, nonostante il 96% degli enti del Terzo Settore dichiara di aver effettuato investimenti negli ultimi tre anni (UBI Banca, 2020), le due principali forme di copertura del fabbisogno finanziario sono rimaste le banche e l’autofinanziamento. Per quanto concerne la

¹²⁵Bengo I., Ratti M. (2018). *Datemi una leva... Nuovi strumenti di filantropia e finanza per il sociale*. Rivista impresa sociale.

finanza ad impatto, seppure si registra un miglioramento nella conoscenza degli strumenti di *impact investing* da parte dei soggetti appartenenti al mondo della cooperazione sociale (+2,3 punti percentuali sul 2019), includendo in questa categoria: strumenti ibridi, strumenti *Pay for Success*, obbligazioni solidali, *social Venture Capital*, strumenti a finanza agevolata; solo un'organizzazione su quattro li sta già utilizzando e l'utilizzo è principalmente legato agli strumenti di finanza agevolata (UBI Banca, 2020).

- 3) La **letteratura frammentata** e ancora poco quantitativa, ovvero gran parte della ricerca sul fenomeno dell'*impact investing* è prodotta attraverso *report* internazionali e nazionali di gruppi di lavoro di esperti del settore finanziario ed economico o, in alternativa, da fondazioni di origine bancarie o altri intermediari finanziari che lavorano nel campo ed effettuano l'analisi del lavoro svolto. In aggiunta, esistono alcuni documenti prodotti da gruppi di ricerca di importanti Università italiane (tra le altre Politecnico di Milano TIREZIA, Università commerciale Luigi Bocconi e Università degli Studi Roma tre). Parlare di analisi quantitative o di una misurazione precisa dei volumi di investimento ad impatto in Italia appare ancora molto complesso come potremo vedere nei capitoli successivi riguardanti la produzione scientifica degli osservatori italiani già esistenti. Nonostante il numero di ricerche sul tema è cresciuto negli ultimi anni, il contributo scientifico degli attori di mercato rappresenta ancora il 58% della produzione sull'*impact investing* e pochissimi lavori hanno come obiettivo l'analisi e la classificazione delle principali caratteristiche ed attitudini degli investitori ad impatto¹²⁶. Gran parte della letteratura si concentra sulla rappresentazione del fenomeno generale dell'*impact investing*, o della finanza sociale o della finanza sostenibile o, in alcuni casi, su alcuni strumenti specifici come i *social impact bond*.

In conclusione, il panorama italiano in cui si è sviluppato l'*impact investing* presenta le seguenti peculiarità:

- Un mercato finanziario bancario centrato dove gli intermediari non bancari che sono più efficienti nello sviluppo dei mercati, come *venture capital* e *private debt*, gestiscono la minoranza degli *assets*;

¹²⁶ La Torre M., Calderini M. (2018). *Social Impact Investing Beyond the SIB: Evidence from the Market*. Palgrave Macmillan, Palgrave Studies in Impact Finance.

- La presenza di particolari intermediari finanziari come le fondazioni di origine bancaria che non hanno scopo di lucro, sono caratterizzate da un forte localismo negli investimenti e nel supporto alle attività hanno un obiettivo di beneficio comune;
- La presenza di alcune tipologie di imprese “ibride” ovvero le Società Benefit che fanno parte della domanda potenziale di capitali dell’*impact investing* e che presentano un dualismo nello scopo: beneficio comune e divisione degli utili;
- Le limitazioni regolamentari nella distribuzione degli utili per gli enti del Terzo Settore e la difficoltà di mettere in atto strategie di *exit* per gli investitori che finanziano le imprese di economia sociale;
- Il lento sviluppo del fenomeno dell’*impact investing* e la precedente diffusione della *social finance*, ovvero di un insieme di strumenti finanziari tradizionali messi a disposizione per gli enti del Terzo Settore, anche a causa del ruolo dello Stato e della modalità di offerta di servizi per il soddisfacimento dei bisogni sociali;
- Il ginepraio normativo legato alla mancanza di un quadro legislativo di riferimento specifico e l’assenza di una letteratura completa e non strumentale.

3.2. Osservatori e *network* italiani

Il fenomeno dell’*impact investing*, come spiegato precedentemente, acquisisce caratteristiche peculiari in Italia sia in termini di attori di mercato che caratterizzano la domanda e l’offerta di capitali sia di strumenti finanziari che si sono diffusi sia per modalità di sviluppo dell’intero ecosistema.

Tra le specificità dell’Italia è possibile notare¹²⁷ una scarsa presenza di investitori domestici in organizzazioni e reti internazionali sull’*impact investing*. Infatti, sia nel GIIN che nell’EVPA si annoverano solo pochi nomi tra gli investitori italiani come Oltre Venture, Fondazione CRT, Fondazione Cottino, Fondazione Paideia e pochi altri. Nell’Impact Base del GIIN è mappato un unico fondo di investimento italiano di *impact investing*, ovvero il fondo Oltre Venture I. Nel *social finance global network* non è presente alcuna indicazione riguardante *social impact bond* italiani. Nel *database* aperto ed internazionale dell’*impact space* sono annoverati solo alcuni attori di mercato italiani: AREA Science Park: Innovation Factory, build Up, CONFCOOPERATIVE, ECOSTAR Nature-Accelerator, Fondazione Opes Onlus, Impact Hub Milano, Innovare in Mugello, Prospera e SCS Azione innova Consulting.

¹²⁷Questa analisi è aggiornata a settembre 2020.

La scarsa rappresentanza del settore della finanza ad impatto italiano nelle reti internazionali ed europea ha fatto sorgere la necessità di creare degli osservatori italiani che si occupino di raccogliere dati sui fenomeni esistenti nel mercato domestico e di analizzare le peculiarità che questo fenomeno assume nel Paese. Questo lavoro viene svolto da numerose organizzazioni in Italia con modalità diverse e obiettivi differenti: alcuni osservatori italiani si occupano esclusivamente di mappare bisogni ed esigenze della domanda potenziale di capitali di *impact investing*, ovvero sono maggiormente focalizzati sull'imprenditoria sociale e sugli enti del Terzo Settore; altri si occupano sia di domanda che di offerta di capitali nel settore ma non effettuano tassonomie di strumenti finanziari e attori di mercato; altri ancora effettuano una tassonomia di attori di mercato tramite interviste semi-strutturate; altri semplicemente effettuano una produzione scientifica sporadica sull'argomento anche se molto specifica ed, infine, vi sono organizzazioni che si occupano del più ampio ambito degli investimenti sostenibili e responsabili e, per questa ragione, si concentrano solo parzialmente sulla strategia di investimento dell'*impact investing*. I principali soggetti che analizzano il fenomeno della finanza ad impatto italiana sono: università, reti nazionali, associazioni, attori del mercato, come, ad esempio, fondazioni bancarie e banche.

La successiva mappatura delle principali realtà italiane che hanno rappresentato il tema della finanza ad impatto si basa sulle informazioni pubbliche che esse diffondono o su interviste semi-strutturate poste ai responsabili delle reti nazionali e dei gruppi di ricerca.

Di seguito, saranno elencate le principali reti ed organizzazioni italiane che si occupano del fenomeno della finanza ad impatto nel mercato domestico con la descrizione delle peculiarità e con l'obiettivo di identificarne gli elementi salienti e le principali mancanze. A differenza del contesto europeo ed internazionale, in Italia, l'analisi delle reti è stata condotta non solo sui *network* costituiti lato investitori ma anche su quelli legati alla domanda di capitale, in quanto, le peculiarità, precedentemente esposte, di questo Paese ed il ruolo potenzialmente centrale degli enti del Terzo Settore hanno portato al fatto che parte della produzione sul tema dell'*impact investing* sia svolta da reti sulla domanda di capitali.

Precisando, quando si parla di "domanda di capitale" non si fa riferimento alla domanda di capitale reale bensì a quella potenziale ovvero all'insieme di fabbisogni finanziari da parte di enti del Terzo Settore intesi in senso ampio. Alcuni di questi enti sembrano maggiormente interessati alla più ampia tematica della *social finance*, ovvero all'insieme di strumenti finanziari e di capitali che vengono utilizzati dall'imprenditoria sociale per il proprio sviluppo

o per innovare prodotti e/o processi, ovvero per garantire loro una sostenibilità finanziaria che precedentemente era affidata agli Stati.

Per quanto concerne la domanda potenziale di capitali dell'*impact investing*, dal 2019, essendo diventato permanente il censimento delle istituzioni non profit ad opera dell'Istituto nazionale di statistica (ISTAT), esso rappresenterà la migliore fonte informativa del settore. Il censimento è nato con l'obiettivo di ampliare il patrimonio informativo disponibile sul settore tramite l'approfondimento di tematiche specifiche e la valorizzazione degli archivi amministrativi, verificando e completando, allo stesso tempo, le informazioni presenti nel registro statistico delle istituzioni non profit. La metodologia utilizzata dall'istituto nazionale è di tipo campionario, mentre la restituzione dei dati ottenuti è di tipo censuario garantendone l'analisi in serie storica.

Le principali reti nazionali sono le seguenti:

Reti e/o osservatori specifici sul tema della finanza ad impatto

1. **TIRESIA**¹²⁸: il centro internazionale di ricerca promosso dalla School of Management of Politecnico di Milano che si occupa di fare ricerca nel campo delle innovazioni sociali e ad impatto. Tra le attività sviluppate da TIREZIA, c'è la creazione di un osservatorio in partenariato con organizzazioni private, pubbliche e non profit che ha come obiettivo lo svolgimento di analisi ed indagini sulla *social impact finance* e sui *social business*. L'osservatorio ha, oltre la produzione scientifica, attualmente pubblicato tre *outlook*, pubblicamente consultabili: uno sulla domanda di capitali dell'*impact investing* ("Uno sguardo all'*impact investing* in Italia nel 2016"), che racconta le caratteristiche principali di tutte le imprese italiane che mirano ad avere un impatto sociale, ovvero alle cooperative sociali (Legge n. 381/1991), alle imprese sociali (Decreto Legislativo. n. 155/2006), alle *startup* innovative a vocazione sociale - SIAVS (Decreto Legislativo n.179/2002), e alle società Benefit (Decreto Legislativo n.1882/2015); un primo sull'offerta di capitali ("Social Impact Outlook 2018") che offre una panoramica dei soggetti finanziari di cui vi è evidenza pubblica dell'impegno nell'ambito della finanza ad impatto sociale. L'osservatorio TIREZIA ha, quindi, assunto un'ottica *multistakeholder* somministrando la medesima intervista a compagnie di assicurazione, banche, *family office*, fondazioni, società di gestione del risparmio (SGR), *venture capital*, organizzazioni di intermediazione specializzata; un

¹²⁸ Chiodo V., Gerli F. (2017). *Domanda ed offerta di capitale per l'impatto sociale*. Rivista impresa sociale.

terzo sull'*impact investing* ("Tiresia Impact Outlook 2019") focalizzato sugli investitori ad impatto ma con un approccio totalmente differente dal lavoro precedente del maggio del 2018 in linea con il cambiamento del ruolo della ricerca in questo mercato. La diffusione del tema della finanza ad impatto che ha raggiunto anche il mercato finanziario tradizionale ha portato la ricerca ad una trasformazione del suo ruolo da "*advocacy*" a selezione degli investitori tra quelli realmente ad impatto e quelli tradizionali. Il lavoro presenta, infatti, i risultati in termini di definizione del fenomeno dell'*impact investing* sia dal punto di vista teorico, ovvero gli intervistati hanno rappresentato quali teoricamente ritengano siano le caratteristiche principali di questo fenomeno per loro, scegliendo tra i fattori di misurabilità, addizionalità e intenzionalità; sia dal punto di vista pratico, ovvero gli attori di mercato hanno dimostrato nella loro operatività quale componente sia prevalente.

2. **Impact Investing Lab di SDA Bocconi School of Management**¹²⁹: costituito nel 2013 per contribuire in ambito nazionale alla definizione dei confini d'azione dell'*impact investing* e delle modalità con le quali misurarne il ritorno economico e sociale e alla nascita di collaborazioni pubblico-privato e imprenditoriali da parte di investitori sensibili al tema dell'impatto sociale. Nel tempo, il Lab ha prodotto sei pubblicazioni¹³⁰ scientifiche e divulgative, raccogliendo le migliori *best practice*, ed organizzato *workshop*, seminari e iniziative di formazione trasversale per studenti. Inoltre, ha realizzato diversi studi su commissione per l'implementazione di strategie *impact investing* e ha supportato la *Social Impact Investment Taskforce* del G8 e il tavolo scientifico della *Social Impact Agenda* per l'Italia.
3. **Social Impact Agenda**¹³¹: "l'associazione nasce nel 2016 per raccogliere e continuare l'esperienza del *National Advisory Board* italiano della *Social Impact Investment Taskforce (SIIT)* [...] che per due anni (dal 2013 al 2015) ha incentivato il dialogo e lo scambio di esperienze e competenze tra oltre 100 esperti del settore e ha visto enti del Terzo Settore, imprese sociali, investitori, centri di ricerca, pubblica amministrazione

¹²⁹<https://www.sdobocconi.it/it/faculty-ricerche/lab-e-centri-di-ricerca/sustainability-lab/osservatori/impact-investing-lab>

¹³⁰L'Impact Investing Lab di SDA Bocconi ha prodotto i seguenti lavori: "Public private (plural) partnership for the delivery of superior social value: the case of Social Impact Bond" (Paper – 2018 - rivista *Annals of Public and Cooperative Economics*); "Principles and Practice of Impact Investing - A catalytic revolution" (curatela internazionale edita nel 2016 da Greenleaf – Routledge); "Impact Investing: a new asset class or a societal refocus of Venture Capital?" (2015 – capitolo pubblicato da Palgrave Macmillan); "Impact Investing: an Evolution of CSR or a New Playground?" (2015 – capitolo pubblicato da Information Age Publishing); "Oltre Venture: The First Italian Impact Investment Fund" (2014 – caso pubblicato su the Case Centre Collection).

¹³¹<http://www.socialimpactagenda.it/>

e istituzioni finanziarie confrontarsi sul ruolo e sulle potenzialità degli investimenti ad impatto sociale nella prospettiva dell'innovazione e delle radicali trasformazioni che interessano l'Italia.” La Social Impact Agenda è costituita da circa 45 organizzazioni differenti.

4. **Social Value Italia**¹³²: l'associazione fondata nel 2015 per promuovere in Italia “la cultura e la pratica della misurazione del valore sociale a livello di Pubblica Amministrazione, organizzazioni del Terzo Settore, soggetti filantropici ed operatori economici e finanziari”, fa parte del Social Value International, il più importante *network* internazionale sulla misurazione dell'impatto sociale, nato dalla fusione tra *SROI Network* e *Social Impact Analysis Information*. Il contributo maggiore di tale associazione sul tema dell'*impact investing* consiste nella creazione di un glossario in italiano degli argomenti più rilevanti. La Social Value Italia è nata da Human Foundation, fondazione non profit che promuove soluzioni innovative per i crescenti bisogni sociali e che nella sua produzione scientifica ha prodotto uno studio di fattibilità su “l'applicazione di strumenti *Pay by Result* per l'innovazione dei programmi di reinserimento sociale e lavorativo delle persone detenute”.
5. **Torino Social Impact**¹³³: “una piattaforma aperta a tutti i soggetti che si riconoscono negli obiettivi del Memorandum of Understanding e che operano nell'area metropolitana torinese nel campo dell'innovazione sociale e della finanza a impatto sociale”. L'obiettivo dell'alleanza è “fare di Torino il miglior ecosistema europeo per l'imprenditorialità e gli investimenti ad impatto sociale e ad elevato contenuto tecnologico”. Tra i servizi offerti dal Torino Social Impact, è possibile trovare l'osservatorio sull'imprenditorialità sociale che ha una durata permanente e che ha come obiettivo la creazione di una tassonomia delle diverse forme di imprenditorialità sociale su scala metropolitana torinese, alcune analisi quantitative dei modelli emergenti di imprenditorialità sociale, una mappatura delle reti di imprenditorialità sociale e delle relazioni tra i diversi attori del sistema e la produzione di *report* e studi specifici. L'operato dell'organizzazione è circoscritto al territorio torinese ma l'obiettivo a lungo termine è quello di estendersi sull'intero territorio nazionale.

Reti di finanza sostenibile

¹³²<https://www.socialvalueitalia.it/associazione/>

¹³³<https://www.torinosocialimpact.it/>

1. **Forum per la finanza sostenibile**¹³⁴: associazione non profit nata nel 2001 con una base associativa *multistakeholder* ovvero ne fanno parte operatori finanziari differenti e altre organizzazioni interessate all'impatto ambientale e sociale degli investimenti. Il Forum ha come obiettivo di “promuovere la conoscenza e la pratica dell'investimento sostenibile, con l'obiettivo di diffondere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nei prodotti e nei processi finanziari”. Nel tempo hanno creato e aggiornano annualmente una tassonomia di strumenti finanziari italiani nel sito/portale “investire responsabilmente” in cui sono inclusi i fondi europei disponibili alla vendita in Italia nel bacino degli utenti che fa parte del loro partenariato. Sono inseriti nella tassonomia solo i fondi che su base volontaria si autodichiarano aderenti ai principi elencati nel *Transparency Code* di EUROSI^F¹³⁵.

Altre reti e/o attori di mercato che affrontano il tema della finanza ad impatto

1. **Osservatorio ISNET**¹³⁶: “Isnet è una Associazione costituita nel 2007 con l'obiettivo di sostenere lo sviluppo delle imprese sociali favorendone le relazioni con gli *stakeholder*. A tal fine, Isnet realizza studi e ricerche per identificare opportunità da proporre al proprio *network*, il tutto attraverso la piattaforma www.impresasociale.net ed una rete di facilitatori.” ISNET effettua un'indagine annuale su numerose caratteristiche delle imprese sociali e delle ricerche tematiche su alcuni aspetti, dove alcune volte sono coinvolti anche gli investitori ad impatto, come, ad esempio, “il ruolo delle fondazioni bancarie”.
2. **Osservatorio UBI Banca sulla finanza e sul Terzo Settore**¹³⁷: dal 2012 UBI Banca con la collaborazione di AICCON, Associazione Italiana per la promozione della Cultura e della Cooperazione e del Non profit, ha creato un osservatorio nazionale per l'elaborazione e la diffusione di dati relativi al fabbisogno finanziario del settore non profit in Italia con tematiche differenti in ogni edizione. L'Osservatorio è partito dall'analisi del fabbisogno finanziario della cooperazione sociale per arrivare, negli anni, ad includere anche SIAVS, imprese ibride, fondazioni ed associazioni. Nel 2017 sono state introdotte per la prima volta nell'analisi alcune indicazioni sugli strumenti

¹³⁴<https://finanzasostenibile.it/>

¹³⁵ Tale codice è presente al seguente indirizzo: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/04/Transparency-Code-4.0.pdf>.

¹³⁶<http://www.impresasociale.net/osservatorio.php>

¹³⁷https://www.ubibanca.com/Osservatorio_UBI

finanziari ad impatto e di *social finance* come possibili forme di finanziamento/investimento per il settore non profit.

3. **L'European Research Institute on Cooperative and Social Enterprises (EURICSE):** istituto di Trento che “promuove la conoscenza e l’innovazione nell’ambito delle imprese cooperative e sociali e delle altre organizzazioni non profit di carattere produttivo. L’Istituto intende approfondire il ruolo di questi soggetti e il loro impatto sullo sviluppo economico e sociale, accompagnandone la crescita e migliorandone l’efficacia. Attraverso attività di ricerca teorica e applicata, di formazione e di consulenza realizzate con il coinvolgimento della comunità scientifica e degli operatori del settore, *Euricse* affronta temi di rilevanza nazionale e internazionale ispirandosi a principi di apertura e di collaborazione”¹³⁸.
4. **L'Associazione italiana per la promozione e della Cultura della Cooperazione e del Non Profit (AICCON):** Centro Studi promosso dall’Università di Bologna, dall’Alleanza delle Cooperative Italiane e da numerose realtà, pubbliche e private, operanti nell’ambito dell’Economia Sociale, con sede presso la Scuola di Economia e Management di Forlì – Università di Bologna che è “parte di un *network* nazionale e internazionale (EMES Network) di persone e istituzioni che, a partire dai propri soci, formano il suo nucleo di operatività. L’associazione è riuscita in questi anni a divenire un punto di riferimento scientifico grazie all’importanza delle iniziative realizzate ed alla continua attività di formazione e ricerca sui temi più rilevanti per il mondo della Cooperazione, del Non Profit e dell’Economia Civile, svolte in costante rapporto con la comunità accademica e le realtà del Terzo Settore”¹³⁹.
5. **Fondazione Cariplo**¹⁴⁰: tra le grandi fondazioni bancarie italiane, la fondazione Cariplo ha dato vita, grazie a tre grandi suoi progetti a tre fondazioni considerate tra gli *impact investor* italiani: la fondazione Housing Sociale, la Fondazione Social Venture Giordano Dell’Amoree la fondazione Minoprio che operano rispettivamente nel settore dell’*housing* sociale, degli interventi sociali e dell’agricoltura sostenibile. Questa fondazione bancaria partecipa anche alla ricerca con analisi di tendenza, supporto a commissioni internazionali scientifiche ed una produzione documentale all’interno della collana “I quaderni dell’osservatorio” nata nel 2009. Uno dei numeri della collana, tratta approfonditamente il tema dell’*impact investing*.

¹³⁸<https://www.euricse.eu/it/mission-euricse/>

¹³⁹<https://www.aiccon.it/chi-siamo/>

¹⁴⁰<https://fondazionecariplo.it/it/index.html>

6. **Fondazione Lang**¹⁴¹: fondazione d'impresa, fondata nel 2011, da un imprenditore milanese “per la promozione di una filantropia consapevole che migliori la qualità della vita delle future generazioni”, che effettua: consulenze, in particolare, sulla pianificazione strategica delle imprese filantropiche e sulla valutazione di impatto sociale e/o ambientale; ricerche sul tema dell'*impact investing*, presentando *case studies* ed interviste a soggetti particolarmente rilevanti; corsi di formazione *executive*; analisi di mercato su tematiche specifiche come, ad esempio, la *TOC – Theory of Change*; il *Philanthropy Day*. L'impegno della Fondazione Lang è focalizzato sulla filantropia strategica e, quindi, sull'unione tra i modelli di *business* e le imprese non profit. In questo più ampio tema, si inserisce una parte di produzione di *report* o interviste dedicate alla finanza ad impatto. Inoltre, si occupa di formazione sul tema “Social Impact Investing 2019” in cui si analizzano i *trend* e lo sviluppo di questo fenomeno, l'evoluzione normativa, i criteri adottati dagli investitori a impatto per selezionare gli investimenti, l'impatto sulla società e le potenzialità e punti di attenzione dei modelli *Pay for Success*.
7. **Fondazione Sodalitas**¹⁴²: “Fondazione Sodalitas nasce nel 1995 su iniziativa di Assolombarda e un gruppo di imprese e *manager* volontari, affermandosi come la prima organizzazione in Italia a promuovere la Responsabilità Sociale d'Impresa.” Questa fondazione promuove lo sviluppo di iniziative realizzate in co-progettazione e collaborazione tra le imprese e gli *stakeholder* più rilevanti e offre progetti *multistakeholder*, studi e ricerche, azioni collettive, osservatori, eventi, *workshop*, tavoli di lavoro, *assessment tool*. All'interno della collana “Quaderno Soliditas” nel 2015 ha prodotto un *report* sull'*impact investing* in Italia “Introduzione alla finanza sociale”, descritto come “la prima guida italiana dedicata al tema”.

L'elenco effettuato non può essere considerato esaustivo in quanto si basa esclusivamente sulla documentazione già pubblicata e disponibile e, inoltre, la letteratura su questo fenomeno appare molto frammentata, caratterizzata da *report* e da ricerche scientifiche, analisi di mercato, studi di caso e stime del mercato dell'*impact investing* italiano prodotte da numerosi enti nazionali, privati e pubblici, organismi internazionali ed investitori ad impatto come fondazioni bancarie. La selezione svolta ha come obiettivo l'individuazione degli aspetti

¹⁴¹<https://www.fondazione-langitalia.it/>

¹⁴²<https://www.sodalitas.it/>

positivi delle realtà esistenti e delle eventuali lacune che le prossime ricerche potrebbero in futuro colmare.

L'*impact investing* è un fenomeno molto variegato e complesso da definire, comprendere e delimitare e che presenta contemporaneamente delle aree di ricerca che non sono ancora state sufficientemente esplorate a livello internazionale. Infatti, alcuni lavori recenti (GIIN, 2017; Roundy et al., 2017; Schrötgens e Boenigk, 2017; Lierne Pérez-Gladish, 2018) sottolineano l'assenza di analisi sulle attitudini degli investitori in termini di rendimenti finanziari richiesti, tolleranza al rischio, esposizione al rischio e percezione del rischio. Il tema dei problemi di agenzia, ad esempio, è stato analizzato esclusivamente da Rizzello e Carè (2017) con riferimento ai *social impact bonds* e non agli altri strumenti finanziari riconducibili al mercato dell'*impact investing*. Pochi i riferimenti (Lane, 2014; EMPEA, 2015; Silby e Nicholas, 2015; Martin, 2016; Bhatte Ahmad, 2017) anche a numerose opportunità di investimento nel campo del *VC*, *PE*, e degli *Angel Impact Investing* e alle loro iniziative di offerta di capitali alle imprese sociali.

A livello italiano, le aree di ricerca non ancora esplorate sono ancora numerose e la mancanza di dati disponibili e strutturati non consente un veloce sviluppo delle analisi in questo mercato. Si tratta quasi sempre di forme di investimento che si alimentano al di fuori dei mercati regolamentati e con modalità estremamente variegata per le quali non è facile reperire i dati e le informazioni e, quindi, strutturare delle analisi approfondite.

Inoltre, la finanza ad impatto sociale oggi in Italia rappresenta ancora una nicchia di mercato, di ridotte dimensioni rispetto all'ampiezza dei mercati finanziari tradizionali e soggetta al rischio di irrilevanza dal punto di vista dei numeri (si veda Paragrafo 2.4). Infine, esistono già reti nazionali che lavorano sul tema da qualche anno (si veda Paragrafo 3.2) ed un osservatorio (TIRESIA) che fornisce una tassonomia ricorrente dei principali attori di questo mercato, delle tendenze, delle caratteristiche delle strategie di investimento, degli strumenti finanziari che vengono prescelti e delle barriere allo sviluppo ma il panorama di osservatori e di reti nazionali appare ancora molto frammentato e la presenza italiana nei *network* internazionali molto limitata.

3.3. Strumenti finanziari riconducibili all'*impact investing*

L'*impact investing* è un approccio di investimento, un mercato che include un'ampia gamma di classi di attivo e di differenti strumenti finanziari.

La varietà di mercato, tipologia di investitore, tipologia di impresa in cui si investe, regione d'investimento, rendimenti finanziari comporta che sotto l'ampio cappello dell'*impact investing* venga inclusa un'ampia gamma di strumenti finanziari differenti che spaziano dagli strumenti tradizionali a strutture complesse con un certo livello di innovazione. Gli strumenti per mezzo dei quali si realizza l'investimento ad impatto sociale possono essere distinti in vari modi: per la loro natura di debito, di capitale, di strumento ibrido, di capitale *mezzanine*, o di donazione; per lo stadio di sviluppo in cui viene utilizzato lo strumento (*startup*, crescita, maturità); per il livello di maturità dello strumento (segmento tradizionale, in fase di sviluppo, embrionale)¹⁴³; per la tipologia di intermediario (*lending institutions, equity capital/partner*).

“Gli strumenti finanziari tradizionali sono strumenti maturi, offerti da intermediari ad operatività consolidata, che operano secondo regole definite, producendo risultati economici; gli strumenti finanziari in fase di sviluppo, invece, sono offerti da pochi intermediari con un approccio operativo strutturato, per i quali non sono ancora disponibili informazioni e *track record* sui risultati economici; infine, gli strumenti finanziari in fase di sviluppo embrionale sono strumenti nel quale operano da poco tempo intermediari pionieristici, ad operatività non ancora sufficientemente strutturata, tale per cui non sono rilevanti nelle ricerche di mercato” (SIIT, 2015).

È possibile inoltre classificare gli strumenti finanziari per i rendimenti (da nessuno a pari a quelli di mercato), per la tipologia di impresa *target* sia in termini di dimensioni (piccole, medie, grandi) che di natura giuridica (società per azioni, società a responsabilità limitata,...), per la tipologia di strategia di investimento (diretta nelle imprese sociali o indiretta tramite intermediari), per il rischio di *crowding out*¹⁴⁴, ovvero il rischio che le motivazioni intrinseche alle scelte di investimento possano essere estromesse o spiazzate da un intervento esterno quando un agente intrinsecamente motivato lo percepisce come riduzione della propria autodeterminazione (Frey,1997)¹⁴⁵. Il *crowding out* è quindi una forma di influenza negativa che un intervento esterno con compensi monetari o attraverso nuove regolamentazioni può

¹⁴³ come avviene nel report: Social Impact Investment Task Force (2015). *La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia. Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8*. Roma.

¹⁴⁴ Baggio M., Manara C.V., Sacconi L., (2018). L'impatto della finanza a impatto sociale: uno studio sulla relazione tra strumenti finanziari, forme di governance e motivazioni. XII Colloquio Scientifico sull'impresa sociale (25 maggio 2018), Dipartimento di Sociologia e Ricerca Sociale, Università degli studi di Trento.

¹⁴⁵ Frey B.S. (1997). *Not just for the money*.

avere sulla motivazione intrinseca e che tipicamente viene determinato da interventi che sono percepiti come controllo.

Esistono poi pareri contrastanti riguardo l'inclusione o l'esclusione di alcuni specifici strumenti finanziari sotto l'ampio cappello di *impact investing* in nome della loro natura filantropica e per il fatto che non producono rendimenti finanziari come, ad esempio, accade per alcune tipologie di *crowdfunding* (*donation* e *reward*) e dei *social bond grant based*. In altri casi i pareri contrastanti sono legati al profilo poco innovativo di alcuni strumenti finanziari come il credito tradizionale, il credito mutualistico per cui essi possono essere visti più come strumenti di *social finance* che di *impact investing*.

Secondo alcuni studiosi, gli strumenti principali del mercato dell'*impact investing* sono quelli che presentano una forma innovativa ovvero i *social impact bond* e nei loro lavori si focalizzano esclusivamente su di essi (Erickson e Andrews, 2011; Fox e Albertson, 2012; Ward, 2012; Fitzgerald, 2013; Hedderman, 2013; Jackson, 2013; McHugh et al., 2013; Crowley, 2014; Deering, 2014; Social Finance UK, 2014, 2016; Stoesz, 2014; Tan et al., 2015; Bridges Venture, 2016; Dowling, 2017; Giacomantonio, 2017; Schinckus, 2017).

Altri, invece, sottolineano la rilevanza anche di alcune forme di investimento che prevedono l'utilizzo di attività reali come, ad esempio, investimenti immobiliari ed infrastrutturali (Cambridge Associates, 2017), per ottenere un impatto sociale e/o ambientale. È possibile, infatti, suddividere gli strumenti finanziari anche in *bank-based* e *asset-based* dove nella seconda categoria è possibile includere tutti gli strumenti finanziari che sono ancorati ad un'attività reale.

Infine, le differenti opinioni sugli strumenti finanziari da considerare "ad impatto" dipendono anche dalle divergenze in termini di definizione del fenomeno: se, ad esempio, si considera uno degli elementi tipici della finanza ad impatto definiti da Höchstädtere Scheck (2015), ovvero che il conferimento di capitale di debito o azionario avvenga attraverso strumenti finanziari *tailor-made*, scambiati al di fuori dei mercati regolamentati, molti dei prodotti finanziari sopracitati non sono riconducibili a questo mercato.

In ogni caso, la scelta dello strumento finanziario da utilizzare per generare rendimenti finanziari ed impatto sociale e/o ambientale deve essere fatta considerando numerosi fattori: gli strumenti di debito, ad esempio, necessitano di un modello di *business* più maturo e di flussi di cassa stabili mentre gli strumenti azionari creano problemi di diluizione del controllo aziendale, concedono diritti di voto e danno vita a conflitti di agenzia. Le donazioni o tutte le

forme di sovvenzione (*grant*), invece, limitano enormemente la flessibilità dell'imprenditore e delle imprese sociali che, ad esempio, si trovano ad aprire una nuova sede o un nuovo ufficio nella città dove è collocato il donatore e non in base ad un'indagine di mercato sul luogo più idoneo per lo sviluppo dell'impresa.

L'obiettivo di questo capitolo è fornire un elenco esaustivo ed una breve descrizione degli strumenti finanziari che nei differenti documenti prodotti dalle reti nazionali, presentate nei capitoli precedenti, sono considerati strumenti finanziari propri del mercato dell'*impact investing* italiano.

I principali strumenti finanziari sono:

1. **Strumenti liquidi:** ovvero certificati di deposito, libretti di risparmio, pronti contro termine e altri strumenti del mercato monetario presso banche commerciali, banche di credito cooperativo o altre istituzioni finanziarie locali che investono questi risparmi esclusivamente in organizzazioni che intenzionalmente perseguono obiettivi sociali e/o ambientali misurabili;
2. **Credito tradizionale:** strumenti di debito, ovvero prestiti promossi dalle istituzioni finanziarie tradizionali che possono essere sia a lungo che a breve termine indirizzati nello specifico ad *impact entrepreneur* o ad enti del Terzo Settore e che presentano, quindi, delle condizioni agevolate riguardo la restituzione del capitale, il pagamento di tassi di interesse, la durata del prestito e ogni altra caratteristica contrattuale;
3. **Credito mutualistico:** strumenti di debito che hanno la forma di prestiti che vengono erogati attraverso fondi di prestito mutualistici alimentati sia dal versamento del 3% degli utili annui delle cooperative associate, sia dalla raccolta di risparmio attraverso il prestito soci e altri finanziamenti da enti finanziari non profit;
4. **Microcredito:** strumento di debito che assume la forma di prestito di limitato importo con obbligo di restituzione, non coperto da garanzie reali, associato a servizi di *tutoring* e *coaching*. Questo prestito viene concesso a soggetti svantaggiati o in difficoltà economica, mirato al finanziamento di microimprese, alla creazione di impiego, al sostegno socio-assistenziale nonché agli studi. L'operazione di microcredito ha stabilito che l'operatore presti, in fase istruttoria e durante il periodo di rimborso, almeno uno dei servizi ausiliari di assistenza e monitoraggio tra quelli normativamente elencati. Esistono varie tipologie di microcredito:

- a. **Microcredito produttivo (art.111 del Testo Unico Bancario [TUB]):** “finanziamenti a persone fisiche o società di persone o società a responsabilità limitata semplificata di cui all’articolo 2463-bis Codice Civile o associazioni o società cooperative, per l’avvio o l’esercizio di attività di lavoro autonomo o di microimpresa, a condizione che i finanziamenti concessi siano di ammontare non superiore a 25 mila euro (estendibile fino ad un massimo di 35 mila euro) e non siano assistiti da garanzie reali; finalizzati all’avvio o allo sviluppo di iniziative imprenditoriali o all’inserimento nel mercato del lavoro; accompagnati dalla prestazione di servizi ausiliari di assistenza e monitoraggio dei soggetti finanziati.” Le forme tecniche di finanziamento a disposizione sono esclusivamente: mutui, con un piano di rimborso di durata massima settennale e frequenza di rata non superiore al trimestre; *micro leasing* finanziario. I destinatari di questa tipologia di microcredito sono: persone fisiche (lavoratori autonomi o ditte individuali); società di persone (società semplice, società in nome collettivo, società in accomandita semplice, società a responsabilità limitata semplificata); associazioni con o senza personalità giuridica; società cooperative. Gli obiettivi del finanziamento possono essere anche alternativamente finalizzati all’acquisto di beni, incluse le materie prime necessarie alla produzione di beni o servizi e le merci destinate alla rivendita; alla retribuzione di nuovi dipendenti o soci lavoratori; al pagamento di corsi di formazione; all’acquisto di servizi strumentali all’attività svolta;
- b. **Microcredito sociale:** “finanziamenti erogati in via non prevalente a favore di persone fisiche in condizioni di particolare vulnerabilità economica o sociale, purché i finanziamenti concessi siano di importo massimo di 10 mila euro, non siano assistiti da garanzie reali, siano accompagnati dalla prestazione di servizi ausiliari di bilancio familiare, abbiamo lo scopo di consentire l’inclusione sociale e finanziaria del beneficiario e siamo prestati a condizioni più favorevoli di quelle prevalenti sul mercato.” I destinatari di questo finanziamento sono le persone fisiche che abbiano particolari condizioni di vulnerabilità economica o sociale come: stato di disoccupazione, sospensione o riduzione dell’orario di lavoro per cause non dipendenti dalla propria volontà, il sopraggiungere di condizioni di non autosufficienza propria o di un componente del nucleo familiare, significativa contrazione del reddito o aumento delle spese non derogabili per il nucleo familiare. Le forme tecniche

di finanziamento a disposizione sono tutti le tipologie di prestiti nelle varie forme con solo due limiti: di durata massima del piano di ammortamento di cinque anni; di esclusione di alcune tipologie, ovvero i crediti di firma anche nella forma di garanzie personali ed i finanziamenti a fronte della cessione del quinto dello stipendio o della pensione;

- c. **Microcredito agli studenti:** finanziamenti finalizzati “al pagamento di corsi di formazione anche di natura universitaria o post-universitaria volti ad agevolare l’inserimento nel mercato del lavoro delle persone fisiche beneficiarie del finanziamento”. La durata massima del microcredito deve essere coerente con il piano di formazione finanziato e in ogni caso non superiore ai dieci anni e non sono fissati limiti al costo del credito.
5. **Titoli di solidarietà:** sono strumenti di debito, previsti espressamente dall’articolo 77 del Codice del Terzo Settore, introdotti in Italia dal D.lgs. n. 460/1997 emessi, senza commissione di collocamento, da istituti di credito autorizzati ad operare nel territorio italiano destinati al finanziamento delle organizzazioni non lucrative di utilità sociale. Sono titoli obbligazionari non convertibili che prevedono un vincolo di destinazione dei fondi raccolti in favore delle imprese sociali, banche e intermediari che possono godere di un beneficio fiscale. Questo strumento non ha avuto grande successo a causa del vincolo sul rendimento imposto dal legislatore ovvero che esso deve essere pari al rendimento lordo medio mensile delle obbligazioni emesse dalle banche (Rendiob).
 6. **Social bond:** sono strumenti di debito utilizzati per il finanziamento di progetti ad impatto sociale positivo e che, quindi, sono tipicamente nei seguenti settori: l’accesso ai servizi sanitari e abitativi, l’inclusione finanziaria, la sicurezza alimentare e l’occupazione. Esistono due tipologie differenti di *social bond* con diverse caratteristiche:
 - a. I **social bond grant based** sono obbligazioni tradizionali in cui una percentuale del rendimento dell’investitore e della commissione nell’emittente è devoluta a supporto di progetti ad impatto sociale. Questa obbligazione prevede la rinuncia, da parte dell’emittente, di una quota stabilita del suo margine e/o la cessione del sottoscrittore di una parte del rendimento. I sottoscrittori possono ottenere un rendimento di mercato, oppure inferiore. Essi sanno che una parte della cifra raccolta dalla banca è destinata a titolo gratuito a finanziare un progetto sociale di una specifica realtà. Si tratta di una forma innovativa di

donazione piuttosto che di una forma di investimento che produce rendimento finanziario.

- b. I ***social bond loan based***, invece, sono obbligazioni che destinano tutto il capitale raccolto al finanziamento di uno specifico progetto che genera un impatto sociale positivo. Si tratta di titoli obbligazionari emessi per finanziare progetti ad impatto sociale e, quindi, emessi principalmente nei seguenti settori: educazione, sanità, servizi sociali, *housing* sociale, agricoltura sostenibile. Sono state definite, nel 2017 dall'*International Capital Market Association (ICMA)*, delle linee guida volontarie per l'emissione dei *social bond*, denominate "*Social Bond Principles*" (*SBP*), ovvero raccomandazioni che mirano a favorire lo sviluppo di questo mercato attraverso la diffusione di pratiche di trasparenza e di rendicontazione agli investitori. Questi principi riguardano principalmente: l'utilizzo dei proventi e la loro gestione, che dovrebbero essere depositati in un conto dedicato e tracciati dall'emittente; la valutazione e selezione dei progetti; la rendicontazione.
7. ***Green bond***: strumenti di debito associati al finanziamento di progetti con ricadute positive in termini ambientali e che hanno come obiettivo aumentare la disponibilità di capitali necessari alla transizione verso un'economia più sostenibile e ridurre i costi del debito per i progetti con ripercussioni ambientali positive. I progetti sono emessi nei seguenti settori: energie rinnovabili, gestione sostenibile dei rifiuti e delle risorse idriche, tutela della biodiversità, efficientamento energetico. Sono stati definiti, nel 2014 da parte sempre dell'*International Capital Market Association (ICMA)*, i *Green Bond Principles (GBP)* ovvero le linee guida volontarie che incoraggiano la trasparenza, la precisione e la completezza delle informazioni divulgate dagli emittenti. Questi principi riguardano principalmente: le modalità di utilizzo dei proventi; la valutazione e selezione dei progetti; la Gestione dei proventi e la rendicontazione. La definizione di regole *standard* nell'emissione degli strumenti finanziari verdi è fondamentale per garantirne lo sviluppo ed incentivarne l'utilizzo in quanto esse offrono garanzie agli investitori e tutela agli emittenti.
8. ***Mini bond green***: sono titoli di debito emessi da società di capitale o cooperative aventi operatività propria (escludendo banche e assicurazioni) d'importo massimo fino a 500 milioni di euro che sono nati per dare accesso a fonti di finanziamento alternative al credito tradizionale, riducendo la dipendenza dal sistema bancario, alle piccole e medie imprese che offrono prodotti e servizi "verdi". Queste obbligazioni

sono quotate sul mercato Extra MOT PRO e sono nate nel 2014 grazie al Piano d'Azione. I progetti finanziabili dai mini *green bond* possono rientrare nei seguenti ambiti: energie rinnovabili, efficienza energetica, gestione delle risorse idriche e dei rifiuti, sistemi di trasporto sostenibili e trattamento del suolo.

9. **Sustainable bond**: strumenti di debito che possono finanziare soluzioni o progetti che hanno come obiettivo la risoluzione contemporanea di problemi sia ambientali che sociali. Sono disponibili linee guida anche per questa tipologia di obbligazioni oltre che per i *green bond* e i *social bond*, prodotte dall'ICMA.
10. **Obbligazioni sociali**: sono obbligazioni emesse da imprese sociali che generano un elevato impatto.
11. **Fondi di investimento**¹⁴⁶: sono strumenti che possono essere azionari, obbligazionari, bilanciati, flessibili, di VC, di PE, di PD a seconda dello strumento finanziario in cui investono e che consentono di raccogliere capitali da una pluralità di soggetti (investitori) per finanziare progetti/imprese che generano un impatto sociale e/o ambientale. Essi possono essere classificati come:
 - a. **Diretti**, ovvero sono investimenti in organizzazioni ad alto impatto socio-ambientale;
 - b. **Indiretti**, cioè investimenti in fondi o in titoli che a loro volta finanziano organizzazioni ad alto impatto socio-ambientale.

Clark et al. (2012) hanno definito in maniera esplicita i fondi di investimento ad impatto come i fondi con le seguenti caratteristiche:

- a. Un obiettivo dimostrabile di generare un impatto sociale e/o ambientale misurabile;
- b. La realizzazione di un obiettivo finanziario, considerato essenziale o secondario.

Affinché un fondo di investimento sia definito ad impatto è necessario, inoltre, che il *team* di investimento abbia come intenzione la generazione di effetti positivi sotto il profilo ambientale e sociale, con una metodologia di analisi coerente e trasparente. In alcuni casi i sottostanti in cui si investono definiscono se un fondo di investimento può essere considerato ad impatto, ad esempio, non si considera mai *impact investing* un fondo di valute. Inoltre, è fondamentale la produzione del *report* di impatto che fornisca informazioni riguardo le modalità di misurazione dell'impatto e delle

¹⁴⁶Forum per la finanza sostenibile (2017). Impact investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale. Milano.

metriche utilizzate oltre quelle di analisi finanziaria, ovvero dei parametri di rischio, rendimento e liquidità.

I fondi di investimento, in generale, e quelli ad impatto, in particolare, possono essere classificati con modalità molto varie, ovvero, in base a:

- i. L'approccio: *bottom-up* o *top-down*;
- ii. La legislazione vigente nei singoli Paesi: in Europa, *Common Investment Fund*, *Investment Company with Variable Capital*, *Fixed Capital Investment Company*; negli USA, *Open-end investment companies* o *Closed-end investment companies*.

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

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

L'identificazione dei fondi di investimento considerabili "ad impatto" non è immediata in quanto esistono comunemente fenomeni di *impact washing*, per cui è necessario effettuare una distinzione tra gli investitori che hanno esplicitamente creato fondi con la duplice missione della generazione di rendimenti finanziari e di un impatto sociale e/o ambientale, ed investitori tradizionali che, per ampliare la loro offerta finanziaria, hanno creato dei fondi di investimento con strumenti quotati che definiscono "ad impatto" semplicemente perché hanno ridotto l'universo investibile. Una possibile modalità per identificare i fondi di investimento ad impatto è la consultazione o dei *database* delle reti internazionali sulla finanza ad impatto o dei registri di alcuni organi europei ed internazionali, come il registro dell'*ESMA* sui fondi che hanno assunto la forma di fondi europei per il *venture capital* (*EuVECA*), organismi di investimento collettivo che sono stati armonizzati a livello di Unione

europea attraverso il regolamento (UE) n. 345/2013. Non tutti i suddetti fondi finanziano progetti ad impatto sociale e/o ambientale ma molti dei fondi di investimento ad impatto italiani presentano la qualifica di EuVECA. I fondi di investimento ad impatto italiani appaiono particolarmente rilevanti, anche se ancora poco numerosi e diffusi (in Italia, si tratta di circa 5-15¹⁴⁷ fondi di investimento ad impatto, tutti nati da pochi anni), in quanto consentono di riunire numerosi investitori ed imprese investite, raccogliendo ampi capitali, e fungono anche da catalizzatori per tutte le forme di investimenti ad impatto e da *market builder*.

12. **Crowdfunding**: è una forma innovativa di finanziamento nata nei primi anni 2000 e la cui etimologia viene dall'inglese *crowd* ("folla") e *funding* ("finanziamento"), che permette ad un progetto o un'impresa di raccogliere risorse finanziarie tramite piattaforme web. Le persone concedono somme di denaro, anche di piccola entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet (piattaforme o portali) e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa. Queste piattaforme possono essere gestite: da gestori di diritto e per i soggetti autorizzati e registrati presso la Consob (Commissione Nazionale per la Società e la Borsa) che rispettano determinati requisiti. La Consob è il soggetto preposto alla vigilanza delle piattaforme di *crowdfunding* in Italia. Si tratta di investimenti rivolti ad un ampio numero di soggetti. Il *crowdfunding* può assumere molte forme differenti che possono essere raggruppate in due macrocategorie:

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

¹⁴⁷Ad aprile 2020, in Italia abbiamo sei fondi di investimento ad impatto nella forma di SICAF mentre altri undici investitori ad impatto che investono o direttamente con quote di capitale in imprese ad impatto italiane (senza costituire un vero e proprio fondo ma creandosi un portafoglio personale di investimenti ad impatto) o indirettamente investono in fondi di investimento ad impatto (fondi di fondi).

- i. **Lending crowdfunding**, che avviene tramite sottoscrizione di un prestito a cui è associato un tasso di interesse e che può essere declinato in varie forme:
 1. **peer-to-peer lending**, ove i prestatori possono decidere direttamente in quali progetti investire, attraverso prestito a privati (*Peer to Peer - P2P*) o a imprese (*Peer to Business - P2B*), e non esistono intermediari che operano nella transazione;
 2. **social lending**, ove le piattaforme intermediano tra debitori e prestatori diffusi che, in questo caso, non possono scegliere *ex ante* su che progetti investire;
- ii. **Equity crowdfunding**, finalizzato alla raccolta di capitale di rischio di imprese e dove l'investitore partecipa e sostiene l'avvio o la crescita di un'iniziativa imprenditoriale, un progetto o un'impresa beneficiando di potenziali futuri dividendi o plusvalenze. Una caratteristica intrinseca del *crowdfunding* è la trasparenza, in quanto gli investitori possono scegliere in modo diretto e disintermediato quali progetti sostenere e dove investire il proprio denaro. Il Decreto-legge n. 179/2012 stabilisce che le *startup* innovative, e quelle a vocazione sociale (*SIAVS*), possano raccogliere capitale di rischio tramite portali *on-line* ovvero aprire l'*equity crowdfunding* alle *SIAVS*. Il settore dell'*equity crowdfunding* appare, quindi, nell'ampia cornice dell'*impact investing* come uno degli ambiti maggiormente regolamentati.
- iii. **Crowdfunding real estate**: può essere *equity* o *lending* e ha ad oggetto un progetto immobiliare in cui l'investitore, nel primo caso, acquisisce parte della proprietà della società e, nel secondo, ottiene il pagamento del capitale ad una scadenza determinata maggiorato di un tasso di interesse.

13. **Venture Philantrophy (VP)**¹⁴⁸: si tratta di strategie di investimento che attraverso la concessione di fondi alle imprese sociali supportano la generazione di impatto sociale e/o ambientale tramite un approccio a lungo termine, efficace, che prevede *high-engagement* dell'investitore e che includa un supporto sia finanziario che non

¹⁴⁸Balbo *et al.* 2016

finanziario (es. *capacity building*). Le tre principali caratteristiche di questa forma di investimento sono: *tailored financing*, ovvero lo strumento finanziario utilizzato viene scelto in un'ampia gamma di alternative (*grant, debt, equity, and hybrid financial instruments*), in base al profilo di rischio, rendimento, impatto dell'impresa sociale in modo che sia il più adeguato possibile alle sue caratteristiche; il supporto organizzativo, ovvero l'offerta integrata di capitali e di servizi organizzativi che hanno come obiettivo garantire la resilienza organizzativa e la sostenibilità finanziaria dell'impresa sociale e lo sviluppo di competenze che migliorino strutture e processi dell'azienda; la misurazione e gestione dell'impatto. Tipicamente il processo di investimento del *venture philanthropy* prevede cinque fasi:

- a. **Fase preparatoria:** in cui si sceglie la strategia di investimento sulla base della *theory-of-change (TOC)* e si definiscono: obiettivi, modalità di intervento, tipologia di aziende, strumenti finanziari da utilizzare, tipologia di supporto, politica di co-investimento;
 - b. **Deal Screening:** in cui si analizzano molte imprese prima di determinare in quale investire e, visto che presentano un atteggiamento proattivo, le VP sia accettano richieste dalle aziende (*open call*) sia si comportano da veri e propri incubatori effettuando proposte a determinate imprese che ritengono interessanti;
 - c. **Due diligence:** in cui si effettua l'analisi del *business plan* delle imprese sociali, le interviste e l'*assessment del management*, la revisione della documentazione e si conoscono gli amministratori e i *partner*;
 - d. **Deal Structuring:** in cui la VP presenta la proposta dettagliata di investimento all'impresa sociale definendo sia il supporto finanziario che quello non finanziario;
 - e. **Investment Management:** in cui si imposta il supporto non finanziario all'impresa sociale;
 - f. **Exit:** in cui la VP definisce la strategia di uscita dall'investimento predefinita che può avvenire: perché l'impresa sociale ha raggiunto il suo obiettivo, perché la VP ha raggiunto il suo obiettivo anche se l'impresa sociale no, perché è arrivata la scadenza predefinita.
14. **Social impact bonds:** sono gli strumenti sicuramente più innovativi della finanza ad impatto sociale (Chiappini H., 2017) e anche se sono definiti "strumenti obbligazionari", in realtà, presentano una struttura finanziaria più complessa "Pay By

Result” o “*Pay for Success*” con un partenariato pubblico-privato. Si tratta di strumenti destinati alla realizzazione di progetti di pubblica utilità, con una remunerazione per gli investitori solo in caso di effettiva generazione di impatto sociale positivo, opportunamente misurato. Un’ amministrazione pubblica può finanziare un servizio sociale con un capitale privato e subordinando il rimborso dell’investimento al raggiungimento di un risultato sociale predefinito. I *social impact bonds* consentono di generare un risparmio per la Pubblica Amministrazione attraverso l’iniziativa oggetto di finanziamento e la condizionalità della remunerazione, versata soltanto a seguito del raggiungimento degli obiettivi e, quindi, della generazione di un impatto sociale positivo (verificato e misurato). Questi strumenti finanziari prevedono l’interazione di cinque soggetti: una Pubblica Amministrazione (comunale, regionale o nazionale); i fornitori del servizio (organizzazioni non profit o imprese sociali); un investitore ad impatto; un intermediario specializzato (generalmente organizzazioni del Terzo Settore o Fondazioni); un valutatore indipendente che misura l’impatto generato e l’efficacia dei risultati ottenuti.

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

Si tratta di uno strumento relativamente nuovo: il primo è stato emesso nel Regno Unito nel 2010 per ridurre il tasso di recidiva della prigione di Peterborough; in Australia, il primo strumento *Pay for Success* è stato emesso nel 2013 per migliorare la cura dei bambini mentre in Germania nel 2014. In Italia, nel 2017 con la legge di Bilancio viene approvato in Italia il Fondo per l’innovazione sociale che consente di sperimentare schemi di *payment by result* e nel 2019 viene lanciato il primo avviso del Fondo Social Impact Investing Sardegna. Tale strumento è anche molto innovativo ma non attira un significativo numero di investitori a causa, soprattutto, dell’asimmetria

informativa, in quanto gli investitori ottengono la restituzione dei capitali solo se altri enti (gli erogatori del servizio) raggiungono il risultato sociale pattuito ma contestualmente non hanno la possibilità di agire per il suo conseguimento. L'investitore non ha quindi un diretto potere di controllo e per questa ragione viene considerata in maniera scettica da molti attori del mercato (McHugh et al., 2013; Del Giudice, 2015). Si tratta, quindi, di strumenti in fase di maturazione, molto innovativi che rendono il finanziamento condizionale al raggiungimento di risultati concreti ma, come conferma anche l'OCSE¹⁴⁹, che, seppure lentamente, stanno iniziando ad avere grande successo, soprattutto in Europa e in Nord America.

L'evoluzione di questi strumenti dal punto di vista tematico ha portato alla nascita anche dei *development impact bonds (DIBs)*, i quali presentano la medesima struttura tecnica dei *SIBs* ma sono nati per i Paesi in via di sviluppo, e degli *environmental impact bonds (EIBs)* nell'ambito della cooperazione internazionale.

L'approccio *Pay for Success* strutturato per i *social impact bonds* ha ispirato, negli ultimi anni, differenti e variegate forme di finanziamento/investimento orientate alla generazione di impatto sociale e/o ambientale, molto diverse tra loro ma che prevedono tutte l'interazione tra il settore pubblico, il settore privato e gli enti del Terzo Settore, come, ad esempio, i modelli di incentivi per l'impatto sociale (*Social Impact Incentives, SIINC*), che ricompensano direttamente le imprese attraverso premi finanziari rilasciati al raggiungimento di risultati sociali predefiniti, o gli *outcome fund*, ovvero delle piattaforme che nascono per affrontare un tema specifico di rilevanza sociale e che raccolgono sia fondi pubblici che risorse dei donatori privati per finanziare diversi strumenti di finanza ad impatto.

14. **Azioni sociali:** sono titoli azionari attraverso i quali è possibile investire direttamente nel capitale sociale di imprese ad elevato impatto sociale. Il vantaggio offerto dai titoli azionari è quello di fornire agli investitori interessati le informazioni necessarie per identificare e confrontare in modo trasparente le organizzazioni che offrono un valore per la società e l'ambiente. Questi strumenti in Italia sono ad uno stadio di sviluppo embrionale in quanto, per molte delle imprese del Terzo Settore, non esiste proporzionalità fra i voti e le quote di capitale detenute dagli azionisti e a causa dei vincoli di distribuzione degli utili previste dalla normativa vigente.

¹⁴⁹OECD (2019). *Social Impact Investment 2019: The Impact Imperative for Sustainable Development*. OECD Publishing, Paris.

15. **Incubatori sociali:** investitori che sostengono attraverso *mentoring*, strutture e fondi gli imprenditori che desiderano aprire un'impresa che produce un bene o servizio a impatto sociale. Gli incubatori sociali sono anche definiti come “incubatori che considerano più rilevante l'offerta di servizi di valutazione dell'impatto sociale e di formazione e consulenza su CSR ed etica aziendale sia rispetto a quelli business che mixed” (Social Innovation Monitor, 2019).
16. **5xmille:** forma di finanziamento che prevede che i contribuenti (persone fisiche) scelgano di destinare il 5 per mille della propria aliquota di Imposta sul reddito delle persone fisiche (IRPEF) a favore di un ente iscritto in elenchi speciali o a favore di una determinata finalità d'interesse sociale. Si tratta di una forma di donazioni piuttosto che di investimento.
17. **Community bond:** sono obbligazioni fruttifere destinate ad investitori non accreditati, di piccole dimensioni e possono essere emesse solo da organizzazioni senza scopo di lucro per il finanziamento di un progetto definito, come l'acquisto di un immobile. Gli investitori ricevono un documento obbligazionario che specifica come saranno rimborsati, l'importo e la frequenza dei pagamenti degli interessi.
18. **Social business angels:** *business angels* che forniscono capitale ad alto rischio e *mentoring* ad imprenditori sociali. I *business angels* sono, secondo la definizione dell'*Italian Business Angel Network (IBAN)*, “investitori informali in capitale di rischio, investitori privati, tipicamente una persona fisica che investe parte del proprio patrimonio personale apportando capitale di rischio a piccole imprese (*PMI*) in fase di avviamento e di primo sviluppo (*startup*)”. Si tratta di imprenditori, liberi professionisti e manager dotati di un patrimonio personale e in grado di offrire all'impresa in fase di *startup* oltre ai capitali, soprattutto competenze strategiche e gestionali, *know-how* e una diffusa rete di relazioni con il mondo economico finanziario. Sono dotati di una capacità di attenuazione delle problematiche di asimmetria informativa (*adverse selection*) che si manifestano nel rapporto con l'imprenditore grazie alla loro precedente specializzazione ed all'approfondita conoscenza del settore e dei suoi operatori. I *social business angels* sono *business angels* che investono principalmente in società che creano impatto sociale e/o ambientale.
19. **Fundraising:** si tratta della raccolta di fondi, riconosciuta espressamente dall'articolo 7 del Codice del Terzo Settore e che fa riferimento al “complesso delle attività e iniziative poste in essere da un ente del Terzo Settore al fine di finanziare le proprie

attività di interesse generale, anche attraverso la richiesta a terzi di lasciti, donazioni e contributi di natura non corrispettiva”;

20. **Asset reali:** si tratta di tutti gli investimenti tangibili, tra cui quelli immobiliari ed infrastrutturali, che derivano dalla proprietà fisica dei beni e che sono gestite in modo tale da produrre un valore a lungo termine per la società e/o per l’ambiente. Un esempio può essere dato dalle foreste sostenibili o da attività di agricoltura sostenibile. Per quanto riguarda gli investimenti reali immobiliari si fa riferimento agli investimenti in proprietà collocate in aree urbane rigenerate o per persone con un reddito basso e che vengono gestite con l’intenzione di generare un impatto sociale e/o ambientale. Un esempio è dato da investimenti nei seguenti settori: *smart growth, green buildings, urban regeneration affordable (or social) housing*.

Per quanto concerne alcune forme di investimento sopracitate e definite nei principali *report* nazionali in materia di *impact investing*, come, ad esempio, gli “incubatori sociali” e i “*social business angels*”, è più corretto parlare di “tipologie di investitori” o “*market builders*” piuttosto che di “strumenti finanziari”. Infatti, entrambi questi soggetti utilizzano come strumento finanziario la concessione di capitale a titolo di *equity*, ovvero capitale di rischio, capitale azionario e presentano delle differenze in termini di strategia di investimento, tipologia di supporto (finanziario e non), stadio di sviluppo dell’impresa investita.

Inoltre, al quadro sopracitato è necessario aggiungere ulteriori forme di investimento:

- *Venture capital* sociale (investimento in capitale di rischio);
- *Quasi-equity* (strumento finanziario ibrido);
- Debito mezzanino (strumento finanziario ibrido);
- *Venture debt* sociale (investimento in capitale di debito).

È possibile inserire delle nuove classificazioni per gli strumenti finanziari in base alla tipologia di intermediazione che prevedono: il mercato dell’*impact investing*, infatti, include sia strumenti di intermediazione diretta, come, ad esempio, i *FFF (Family, friends, fools)* che investono direttamente nell’impresa investita con capitale di debito, ibrido o azionario, a seconda della situazione specifica ma che non presentano alcun grado di intermediazione tra investitore e società investita; che strumenti di intermediazione indiretta, come, ad esempio, *venture capital* che prevedono la presenza degli investitori (*Limited Partners*) del veicolo, fondo *Venture Capital* gestito dal *management team (General Partners)* e le imprese

investite. I primi finanziatori possono essere classificati come “investitori informali” mentre i secondi sono “investitori formali”.

Infine, anche se gran parte degli strumenti finanziari riconducibili sotto l’ampio cappello della finanza ad impatto sono negoziati al di fuori dei mercati regolamentati sia per la loro tipologia sia per l’entità degli scambi, è possibile effettuare un’ulteriore suddivisione sulla base dei mercati. Infatti, alcuni di questi strumenti sono negoziati nei mercati regolamentati, come i *social bond* e i *green bond*, per i quali molte società di gestione del mercato hanno costituito in Europa dei segmenti di negoziazione *ad hoc*: Borsa Italiana S.p.A. nel MOT ed EXTRAMOT, Oslo Stock Exchange (gennaio 2015), Stockholm Stock Exchange (giugno 2015), London Social Exchange (luglio 2015), Luxembourg Green Exchange – LGX (settembre 2016). Chiaramente, gli strumenti negoziati nei mercati regolamentati presentano una standardizzazione superiore e consentono investimenti di entità maggiore, diventano più adeguati alle necessità di allocazione di capitale degli investitori istituzionali; gli strumenti negoziati, invece, fuori mercato consentono una maggiore personalizzazione del prodotto e un rapporto diretto tra investitore e società investita. Negli ultimi anni sono state anche create delle ulteriori esperienze nel mondo che possono essere classificate come borsa valori sociale: Bolsa Social (2014), BVSA – Socio Environmental Stock Exchange (2003), SASIX – South African Social Investment Exchange (2005), SVX – Social Venture Connexion (2010), JSSE – Jamaica Social Stock Exchange (2019).

Oltre alle differenti possibili suddivisioni, i vari *report* e documenti sul tema presentano pareri discordanti anche a causa della mancata uniformità degli elementi considerati per classificare gli strumenti finanziari come “ad impatto”: alcuni pongono l’attenzione sulla tipologia di imprese in cui si investe, altri sulla missione e sulle intenzioni degli investitori e altri ancora sulle caratteristiche tecniche del prodotto finanziario. Nuove classificazioni degli strumenti finanziari ed un’accurata analisi di tutte le loro caratteristiche potrebbe portare alla definizione di un *framework* innovativo che definisca precisamente ed univocamente quali siano gli strumenti finanziari ad impatto e che elimini la confusione presente nella produzione scientifica e tra gli attori di mercato e, in particolare, tra gli *impact entrepreneur*.

A dimostrazione dell’esistenza di pareri contrastanti riguardo l’inclusione o meno di specifici strumenti nel perimetro della finanza ad impatto, si riportano di seguito due schemi, che indicano gli strumenti finanziari considerati “ad impatto” rispettivamente dai principali network internazionali (Figura 8) e nazionali (Figura 9). La costruzione degli schemi si basa

su un'attenta analisi dei numerosi report, ricerche scientifiche, interviste semi-strutturate e case studies rivolti al fenomeno dell'*impact investing* (e relative forme di intervento), elaborati dalle rispettive reti.

I due schemi confermano l'esistenza di pareri discordanti in merito a quali strumenti considerare effettivamente all'interno dello spettro di *impact investing*: infatti, nessuno degli strumenti segnalati è citato all'unanimità da tutte le reti. Sicuramente, per quanto riguarda i *network* internazionali, in molti concordano sull'utilizzo di forme di finanziamento sottoforma di *equity*, tra cui, ad esempio, titoli azionari, fondi di *private equity*, *social venture capital*, oppure su forme di finanziamento più innovative, come i *social impact bonds*. Come è possibile notare, per la maggior parte delle reti, i SIBs rappresentano un effettivo strumento ad impatto, particolarmente interessante, anche se relativamente recente.

Con riferimento, invece, ai *network* italiani, lo schema conferma ancora il ricorso a forme di intervento più tradizionali, quali donazioni, credito tradizionale e mutualistico, *venture philanthropy*, anche se molte reti tra cui Forum per la finanza sostenibile, Social Impact Agenda, Impact Investing Lab di SDA Bocconi School of Management – per citarne alcune – sottolineano nei rispettivi report l'effettivo potenziale di strumenti come *social impact bonds* e *social venture capital*, considerandoli importanti fattori di stimolo per l'espansione economica e lo sviluppo di settori ad alto tasso di crescita e sviluppo, ma ancora poco diffusi a livello nazionale a causa soprattutto del forte bancocentrismo che caratterizza il sistema finanziario del paese.

	Network internazionali															
	Monitor Institute	WEF	SIIT	Fi-compass	OECD	The ImPact	Social Finance UK	EVPA	CE	EURO-SIF	GSG	GIIN	Impact assets	Confluence Philanthropy	Pym-wymic	Tonite
Anno di pubblicazione	2009	2013	2014	2015	2015	2016	2016	2017	2018	2018	2019	2020	2020	-	-	-
Strumenti																
Credito tradizionale	X		X	X	X				X		X			X		X
Credito mutualistico																
Microcredito	X		X		X	X			X				X	X		
Microcredito produttivo				X												
Microcredito sociale				X												
Microcredito agli studenti																
Community bond	X															
Green bond		X				X				X				X		
Mini (green) bond																
Social bond																
Social bond grant based																
Social bond loan based																
Sustainable bond						X										
Sustainability-linked bond																
Crowdfunding			X											X		
Donation crowdfunding				X	X											
Reward crowdfunding				X												
Lending crowdfunding				X												
Equity crowdfunding		X		X	X	X			X		X	X				X
Crowdfunding real estate																
Private debt		X				X						X	X			
Titoli di solidarietà																
Social venture debt								X	X							
Social impact bond		X	X		X	X	X	X	X	X	X			X		
Development impact bond			X		X	X	X	X			X					
Environmental impact bond																
Social impact incentives																
Outcome funds							X									
Social success note								X								
Fondi di investimento																
Private equity	X	X			X	X			X		X	X	X	X		X
Social Venture capital	X	X		X	X	X		X	X					X	X	
Azioni sociali	X	X	X		X	X			X	X	X	X		X		X
Social business angels				X	X									X		
Incubatori sociali									X							
Quasi-equity				X	X			X	X		X	X				
Debito mezzanino				X				X	X			X				
Strumenti liquidi		X	X			X				X		X	X	X		X
Venture philanthropy			X	X	X			X								
Asset reali		X				X			X			X		X		
Grants			X					X	X			X		X		X
5xmille																
Fundraising								X								

Figura 8: I principali strumenti finanziari ad impatto secondo le reti internazionali. Fonte: elaborazione propria

	Network nazionali										
	Fondazione Lang	Fondazione Cariplo – Quaderni dell'osservatorio	Fondazione Sodalitas – Quaderno Sodalitas	Social Impact Agenda	Impact Investing Lab di SDA Bocconi School of Management	Forum per la finanza sostenibile	TIRESIA	AICCON	EURICSE	Torino Social Impact	Osservatorio UBI Banca
Anno di pubblicazione	2014	2014-2015	2015	2015	2016	2017	2018	2018	2019	2019	2020
Strumenti											
Credito tradizionale	X	X	X	X	X		X	X	X	X	
Credito mutualistico			X	X	X		X	X		X	
Microcredito	X									X	
Microcredito produttivo		X	X	X							
Microcredito sociale		X	X	X			X				
Microcredito agli studenti											
Community bond											
Green bond						X					
Mini (green) bond						X		X	X		
Social bond	X						X	X			
Social bond grant based				X							
Social bond loan based				X		X					
Sustainable bond											
Sustainability-linked bond											
Crowdfunding	X				X				X	X	
Donation crowdfunding			X			X		X			
Reward crowdfunding			X			X					
Lending crowdfunding			X	X		X	X	X			
Equity crowdfunding			X	X		X	X	X			
Crowdfunding real estate											
Private debt											
Titoli di solidarietà											X
Social venture debt											
Social impact bond	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X
Development impact bond										X	
Environmental impact bond										X	
Social impact incentives											
Outcome funds										X	
Social success note											
Fondi di investimento						X					
Private equity	X				X	X					
Social Venture capital	X	X	X	X	X	X		X			X
Azioni sociali				X			X		X		
Social business angels											
Incubatori sociali	X			X			X				
Quasi-equity		X			X				X	X	X
Debito mezzanino		X			X			X		X	X
Strumenti liquidi					X						
Venture philanthropy	X	X		X	X	X		X	X		
Asset reali		X			X	X	X	X		X	
Grants	X	X				X		X	X		
5xmille			X					X			
Fundraising											

Figura 9: I principali strumenti finanziari ad impatto secondo le reti nazionali. Fonte: elaborazione propria.

3.4. Aree di impatto

Uno degli elementi chiave che definiscono gli investimenti ad impatto appare l’allocazione di nuove risorse e di capitali in aree specifiche come, per esempio: il disagio abitativo, l’inserimento lavorativo, il reinserimento dei detenuti, la cura dell’infanzia e degli anziani, la dispersione scolastica, l’accesso e la valorizzazione della cultura. L’*OECD*, ad esempio, nella rappresentazione delle caratteristiche che definiscono il fenomeno dell’*impact investing* identifica anche le *social target areas*, ovvero effettua un elenco delle aree in cui dovrebbero essere indirizzati gli investimenti ad impatto includendo servizi ad anziani, disabili, bambini e famiglie riguardanti questioni di ordine pubblico, sicurezza, occupazione, abitazioni, educazione, formazione. L’*OECD*, inoltre, ritiene che l’eleggibilità degli investimenti ad impatto in base alle aree di investimento varia anche tra Paesi sviluppati e Paesi in via di sviluppo come, ad esempio, può essere notato analizzando il caso del settore della microfinanza.

Il settore è uno degli elementi principali di analisi che un investitore considera per determinare il proprio posizionamento competitivo, valutare l’effettiva domanda e l’offerta già esistente e definire la convenienza o meno dell’entrata in quello specifico mercato. L’analisi settoriale è tipica di ogni forma di investimento ma nell’*impact investing* assume connotazioni differenti in quanto nei *report* internazionali prodotti dal GIIN, EUROSIF ed altri organi internazionali si nota una concentrazione degli investimenti a forte impatto socio-ambientale in specifiche aree. Gli ambiti di applicabilità delle risorse finanziarie raccolte sono, però, difficili da individuare in quanto esistono opinioni discordanti e non sempre sono identificative della tipologia di investimento (ad impatto o non). Inoltre, le aree di impatto sono correlate tra loro e le imprese che forniscono il bene e/o il servizio e che ottengono l’investimento dagli *impact investor* spesso presentano una dimensione *multistakeholder* e generano un beneficio multiplo in differenti ambiti. Questo comporta che molte delle tassonomie dei settori “ad impatto” non siano complete e che il confine tra le diverse aree non sia netto nella realtà operativa. Considerando le principali fonti del settore, è possibile avere un elenco delle principali aree di impatto (Tabella 4) ma sono pochi i settori citati da tutti: salute, *housing* sociale e istruzione.

Tabella 4: Le aree di impatto secondo alcuni network internazionali. Fonte: elaborazione propria.

Aree di impatto	GIIN	SIIT	Forum per la finanza sostenibile
Servizi abitativi (<i>Housing sociale</i>)	X	X	X
Energia	X		
Microfinanza	X		X
Cibo e Agricoltura	X		X (foreste ed agricoltura sostenibile)
Servizi di <i>welfare</i>	X	X	X
Disoccupazione		X	
Disabilità		X	
Demenza senile		X	
Giustizia		X	
Istruzione	X	X	X
Energie Rinnovabile			X

Le aree di intervento che sono ricorrentemente riconosciute come tipiche del mercato dell'*impact investing* in Italia sono elencate di seguito con una breve descrizione, un elenco delle motivazioni che rendono necessari finanziamenti in questi campi e la loro contestualizzazione nel mercato domestico:

1. **Servizi di *welfare*.** Il settore dei servizi sanitari, dagli anni Settanta ad oggi, ha subito un enorme evoluzione in molti Paesi, tra cui, l'Italia dove si è passata da un servizio quasi completamente pubblico ad una condizione di "*welfare mix*", ovvero di offerta congiunta pubblica-privata nel settore della sanità. Inoltre, alcune trasformazioni sociodemografiche ed economico-finanziarie hanno contribuito a determinare la crisi del modello tradizionale di *Welfare State* e hanno creato nuove esigenze nella popolazione. Tra i principali fattori che hanno contribuito a questo mutamento: l'invecchiamento della popolazione, che comporta per il sistema sociosanitario: cittadini in media più anziani e dunque tendenzialmente non autosufficienti e bisognosi di assistenza domiciliare; pazienti sempre più affetti da malattie croniche; i fenomeni migratori verso i Paesi europei che comportano per le strutture sociosanitarie nazionali, uno sforzo aggiuntivo per garantire un adeguato accesso a servizi e percorsi di tutela; la contemporanea riduzione della spesa pubblica dello Stato che ha implicato una minore capacità di coprire le spese sanitarie e assistenziali;

un impoverimento della qualità e la restrizione dell'accesso ai servizi pubblici, con conseguente aumento del ricorso alle strutture e alle prestazioni del sistema privato; un incremento della spesa sanitaria cosiddetta *out-of-pocket*, ossia a carico alle famiglie; il problema della conciliazione dei tempi vita-lavoro nei Paesi più industrializzati che ha aumentato la domanda di servizi pubblici per l'infanzia e gli anziani non autosufficienti. L'aumento della domanda per servizi sanitari e la contestuale riduzione della spesa pubblica sostenibile per essi, hanno creato un fabbisogno di servizi che storicamente è stato colmato dagli enti del Terzo Settore. Per questa ragione, gli investitori ad impatto hanno ampio margine di investimento nell'area della sanità dove è nata un'esigenza di capitali, anche privati.

2. **Housing sociale.** Questo settore viene definito dall'*Housing Europe*, la *European Federation of Public, Cooperative and Social Housing*, rete di 45 federazioni nata nel 1988, come “soluzioni abitative per quei nuclei familiari i cui bisogni non possono essere soddisfatti alle condizioni di mercato e per i quali non esistono regole di assegnazione”. In Italia, sono “l'insieme di quegli interventi di politica abitativa d'interesse pubblico che vanno oltre il tradizionale confine dell'edilizia residenziale pubblica e che associano agli interventi di edilizia azioni di accompagnamento sociale” (Rizzini, 2013). Una fetta sempre più ampia della popolazione europea nei prossimi anni si troverà in una cosiddetta “*housing trap*”, ovvero con un reddito pro capite troppo elevato per ottenere o mantenere un alloggio popolare ma contemporaneamente con risorse finanziarie troppo limitate per accedere al mercato immobiliare privato, a causa degli affitti elevati, dei prezzi di vendita delle abitazioni in aumento e della contemporanea contrazione dei redditi e crescita del tasso di disoccupazione. Infine, gli alloggi di edilizia pubblica residenziale sono diventati insufficienti per rispondere al numero crescente di richiedenti.

Gli investitori ad impatto del settore immobiliare hanno un ruolo cruciale nella risoluzione delle problematiche dell'attuale offerta abitativa accessibile alle classi medio-basse e possono produrre un duplice impatto sia sociale che ambientale. Le principali problematiche sociali legate al tema dell'*housing sociale* sono: crisi generazionale dovuta ad un aumento della disoccupazione, soprattutto giovanile (soggetti tra i 18 ed i 34 anni), ad un elevato numero di anziani con una vita media più lunga e ad un incremento dei disabili; costi legati all'abitare, che diventano insostenibili a causa dell'instabilità economica dovuta alla crisi finanziaria e alla precarietà lavorativa e aggravata dalla polarizzazione dei redditi per cui i soggetti

considerati esclusi dal mercato privato sono cresciuti; scarsa qualità abitativa; aumento dei flussi migratori verso l'Europa e aumento dei mutui in arretrato. Gli aspetti ambientali a cui gli investimenti di *housing* sociale possono dare risposta sono i seguenti: l'emissione di anidride carbonica, per cui il mercato immobiliare rappresenta una delle principali fonti; il cambiamento climatico e i rischi ambientali in quanto le abitazioni sono ampiamente esposte ai rischi fisici e consumano ampie quantità di energia.

Gli investimenti nell'area abitativa sono finalizzati a realizzare interventi immobiliari di natura sociale, sperimentando nuovi approcci, con una progettazione integrata dei contenuti architettonici, economici e sociali. Per queste ragioni, è centrale il ruolo del “gestore sociale”, ovvero “soggetto a cui competono oltre le mansioni tradizionali di gestione amministrativa e finanziaria anche la promozione di attività di partecipazione e responsabilizzazione degli inquilini e funzioni di mediazione sociale e culturale finalizzate a prevenire conflitti e tensioni all'interno della comunità insediata”. Si tratta quindi di un'offerta integrata non solo riguardante l'abitazione ma che include anche la costruzione di una comunità inclusiva. I progetti di *social housing* più virtuosi coniugano l'impatto sociale con quello ambientale, proponendo per esempio abitazioni in classe energetica A e contribuendo, quindi, alla riduzione delle emissioni climalteranti. Molti investimenti in Italia in questo settore sono avvenuti tramite lo strumento finanziario del fondo immobiliare ed i principali strumenti concessi dallo Stato per incentivare gli investimenti di *social housing* sono all'interno del “piano nazionale di edilizia abitativa” (Decreto-legge n. 112/2008) e sono: gli accordi di programma e il Sistema integrato di fondi immobiliari (FIA). Questo settore sembra essere tra i più maturi rispetto all'*impact investing* in Italia e avere delle caratteristiche specifiche che non sempre consentono un confronto con le altre forme di investimento ad impatto.

- 3. Servizi educativi.** Le Nazioni Unite hanno inserito l'accesso all'istruzione tra i principali Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (*SDGs*) da realizzare entro il 2030 all'interno dell'Agenda 2030. Essa, infatti, come è possibile cogliere dal lavoro di Robert J. Barro, professore di macroeconomia ad Harvard, è correlata direttamente con la qualità del capitale umano e la capacità di generare innovazione tecnologica, produzione efficiente e ricchezza re-distribuibile. Ancora oggi esistono persone escluse dal sistema educativo e nelle aree in via di sviluppo si trova un livello di alfabetizzazione degli adulti molto basso. Secondo i dati forniti dall'UNESCO

Institute for Statistics (UIS), entro cinquant'anni circa 773 milioni di adulti, di cui due terzi sono donne, rimarranno analfabeti. Nel 2018, ancora il 10% dei giovani, ovvero persone con età comprese tra i 15 ed i 24 anni, a livello mondiale, risultavano analfabete. Il problema assume connotazioni molto diverse nei Paesi in via di sviluppo e nei Paesi sviluppati e, per questa ragione, le motivazioni dell'investimento ad impatto nei servizi educativi sono diverse: nei Paesi in via di sviluppo, essi sono funzionali a garantire l'accesso all'istruzione primaria e secondaria per tutti coloro che hanno un reddito medio-basso, senza dimenticare le popolazioni che vivono in aree rurali o che hanno specifiche necessità; nei Paesi sviluppati, gli investimenti hanno come obiettivo l'accesso ai servizi d'istruzione che presentano barriere consistenti da un punto di vista economico, ovvero i servizi riguardanti l'educazione universitaria d'eccellenza, intesa come accesso a corsi di alta formazione universitaria (i.e. *MA*, *MSc*, *MBA*) o a corsi di formazione specialistica finalizzati ad attività di ricerca (*PhD*, *Postdoc*). Tale area ad impatto ha però due problematiche intrinseche: la misurazione dell'impatto e la difficoltà di rendere remunerativo l'investimento soprattutto nel breve termine.

4. **Microfinanza.** L'area di impatto della microfinanza, ovvero dell'insieme di strumenti finanziari concessi a soggetti esclusi dalla tradizionale offerta finanziaria perché in una situazione di vulnerabilità economica, è quella maggiormente sviluppata e regolamentata tra i settori tipici *dell'impact investing*. Essa include una serie di servizi offerti a soggetti "non bancabili", quali: il microcredito, prestito di importo ridotto e concesso anche in assenza di garanzie reali; la micro-assicurazione, assicurazioni a premi ridotti rivolte a soggetti a basso reddito per malattia, invalidità, disastri naturali, furto o volatilità dei prezzi delle merci; il *micro-leasing*, operazioni di *leasing* che permettono di usufruire di un bene a canoni e costi di gestione contenuti; l'*housing microfinance*, piccoli finanziamenti per l'acquisto o la ristrutturazione di abitazioni. Le principali istituzioni di microfinanza sono: banche (commerciali o specializzate nell'erogazione di micro-prestiti); organizzazioni non profit; società cooperative. In Italia, tramite la Direttiva della Presidenza del Consiglio dei Ministri del 2 luglio 2010 e del successivo Comma 4-bis, Articolo 8 della Legge 12 luglio 2011, n. 106 è stato introdotto l'Ente Nazionale per il Microcredito che ha come compito "funzioni di ente coordinatore nazionale con compiti di promozione, indirizzo, agevolazione, valutazione e monitoraggio degli strumenti micro finanziari promossi dall'Unione europea nonché delle attività micro finanziarie realizzate a valere su fondi dell'Unione

europea”. Tale settore si è sviluppato enormemente nei Paesi in via di sviluppo ed è nato grazie all’idea dell’economista premio Nobel per la pace Yanus Muhammad in Bangladesh. L’Ente Nazionale per il Microcredito tra le altre attività effettua anche un interessante lavoro di monitoraggio normativo che potrebbe essere potenzialmente esteso dal Gruppo di Lavoro a tutto il mercato dell’*impact investing*.

5. **Energie rinnovabili.** Uno dei principali problemi del pianeta che, in particolare, affligge i *millennials* e la generazione Z, è la sostenibilità ambientale dei modelli produttivi ed economici attuali e, nello specifico, il cambiamento climatico, per cui uno dei settori di investimento ad impatto ambientale più rilevante è quello delle “energie rinnovabili”, le quali vengono definite come fonti inesauribili ovvero “una qualsiasi fonte energetica che si rigenera almeno alla stessa velocità con cui si utilizza” (Twidell and Weir, 1986) , ovvero le quote di energia derivanti da fenomeni e processi naturali (come la luce solare e il vento). Le fonti rinnovabili si distinguono quindi dai combustibili fossili (quali carbone, petrolio e gas naturale) che sono invece esauribili. Rientrano tra le fonti rinnovabili, secondo quanto definito dall’Agenzia Internazionale dell’Energia - International Energy Agency (IEA): l’energia solare, l’energia eolica, l’energia geotermica, l’energia da biomassa, l’energia idroelettrica. Come è possibile dedurre dal *New Energy Outlook 2018* realizzato da Bloomberg New Energy Finance (BNEF), il settore delle energie rinnovabili sta avendo un grande sviluppo e si prevede che entro il 2050 grazie anche allo sviluppo di batterie innovative sarà possibile coprire il 50% del fabbisogno energetico mondiale. Questo sviluppo è principalmente dovuto a: abbassamento dei costi, in particolare, dell’energia solare ed eolica; miglioramento dei sistemi di stoccaggio, in particolare, rispetto alla capacità delle batterie di evitare interruzioni nei rifornimenti e garantire la flessibilità degli approvvigionamenti in fasi di picco della domanda; sussidi statali ed investimenti nel settore. Quest’area di impatto ha anche potenziali pericoli per l’ambiente provocati dal crescente sfruttamento di metalli definiti “terre rare”¹⁵⁰.

Il tema delle aree di impatto e dei settori di investimento è affrontato in tutti i documenti inerenti al fenomeno della finanza ad impatto e, seppure non ci sia precisa concordanza sulle aree di maggiore rilievo, come presentato precedentemente, tutti gli accademici ed i

¹⁵⁰L’ International Union of Pure and Applied Chemistry (IUPAC) definisce “le terre rare” come un gruppo di 17 elementi costituito da scandio, ittrio, lantanio e dagli elementi appartenenti alla famiglia dei lantanidi.

ricercatori concordano sul fatto che si tratti di un tema centrale quando si affronta questo argomento.

Intervistando, invece, i principali attori del mercato della finanza ad impatto italiani è possibile cogliere che non sia presente un intento volontario da parte degli investitori nel finanziare specifici settori in quanto la scelta dell'impresa a cui concedere capitali non è sulla base delle aree di impatto ma bensì sul modello di *business*, sul progetto e sull'impatto sociale e/o ambientale che genera. Inoltre, non è possibile riscontrare empiricamente nei portafogli degli investitori ad impatto italiani la prevalenza dei settori sopraelencati, definiti, invece dagli accademici e dai *network* internazionali come i più rilevanti.

Infatti, considerando il caso del *venture capitalist* che ha creato il primo fondo di *impact investing* italiano, Oltre Venture I, nel corso dei suoi primi dieci anni di vita, ha effettuato almeno un investimento in ognuna delle aree di impatto sopracitate ad esclusione dei servizi educativi, come è possibile vedere nel successivo elenco:

- a. Servizi di *welfare*: Centro Medico Santagostino;
- b. *Housing* sociale: Planet – The Smart City;
- c. Microfinanza: PerMicro S.p.A.;
- d. Energie Rinnovabili: Evolvere, Synapta, Limes.

Allo stesso identico modo, però, Oltre Venture ha effettuato i propri investimenti in numerose aree di impatto che però non sono considerate rilevanti dai *network* internazionali come: prevenzione della violenza, legalità, agricoltura sostenibile, mobilità, accelerazione sociale, socialità (anche per soggetti affetti da malattie rare) e *fundraising*. Per questa ragione, è possibile affermare che sicuramente i settori in cui gli investitori ad impatto veicolano i capitali sono spesso specificamente caratterizzanti ma non sono discriminanti per la loro definizione.

Inoltre, analizzando il portafoglio di investimenti di un'altra fondazione che si auto dichiara "*impact investor*", ovvero Fondazione Venture Capital Giordano dell'Amore, non si riscontra alcun vincolo sull'area di impatto in cui investire e nessun settore che sia prevalente nel portafoglio. Dall'altra parte, esistono alcuni investitori che si concentrano esclusivamente su un settore specifico come, ad esempio, la fondazione Housing Sociale e per queste tipologie di investitori il legame tra intenzionalità dell'*impact investor* ed aree di impatto è inscindibile.

CONCLUSIONI

Il fenomeno moderno dell'*impact investing* ha le sue origini negli eventi innovativi e trasformativi del mondo filantropico e del mondo finanziario negli anni Novanta nei Paesi anglofoni (Regno Unito, USA e Australia) e vede uno sviluppo successivo anche nella “via continentale” europea e nell’evoluzione della finanza sociale in Paesi come l’Italia e nei Paesi in via di sviluppo. Esso presenta una profonda varietà di investitori (*asset owner* o *asset manager*, investitori diretti o investitori che utilizzano l’intermediazione, *lending institutions* o *equity deals and investments*), regioni di investimento (mercato domestico/internazionale, mercato regolamentato o negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati), tipologie di attori di mercato (enti del Terzo Settore, intermediari, filantropi, investitori passivi, soggetti *policy-driven*, investitori *Pay by Result*), soggetti investiti (imprese *for profit*, imprese non profit, imprese in diversi stadi di sviluppo), strumenti finanziari (si guardi il Paragrafo 3.3), aspettative di rendimento (in linea con il mercato o al di sotto di quelli di mercato), mercati, obiettivi, motivazioni, tipologie di impatto generato (di prodotto, operativo). Si tratta di una strategia di investimento che presenta una proattività dell’investitore, ovvero l’intenzionalità di creare un impatto sociale e/o ambientale misurabile e/o una componente addizionale di carattere trasformativo nei modelli di risposta ai nuovi e/o incrementali bisogni sociali. Il fenomeno, che negli ultimi cinque anni ha subito un enorme eco mediatico e diffusione, presenta però un ampio problema definitorio (si veda il Paragrafo 2.1) ed è ancora ad uno stadio di sviluppo embrionale soprattutto nella sua componente più pura, ovvero quella che presenta le tre caratteristiche principali: intenzionalità dell’investitore, misurabilità dell’impatto e addizionalità dell’investimento¹⁵¹.

Contestualmente non esiste: una grande disponibilità di dati sul settore, visto che molti degli investimenti sono recenti ed avvengono al di fuori dei mercati regolamentati; un’ampia letteratura di riferimento, come è possibile notare dall’analisi sulla letteratura frammentata al Paragrafo 2.1, ed una concordanza delle fonti in merito agli strumenti finanziari ad impatto (si veda il Paragrafo 3.3), ai settori di investimento (si veda il Paragrafo 3.4), alle metriche di

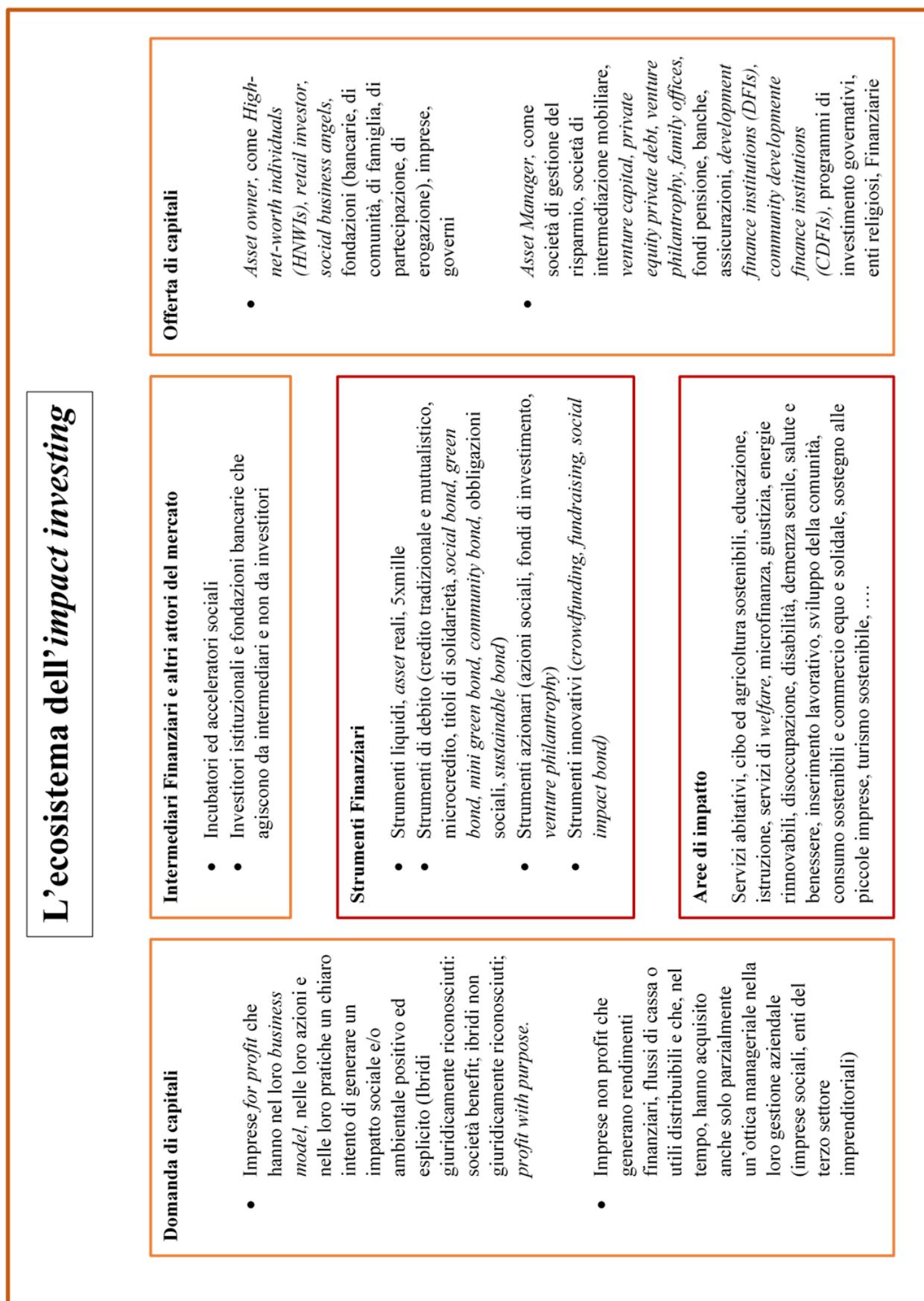
¹⁵¹ Nel “Tiresia Impact Outlook 2019” si parla di investitori ad impatto nella versione più pura come di investitori “*strictly impact*” che applicano rigorosamente la triade di impatto e dei concetti di intenzionalità, misurabilità, addizionalità. Nel settore del credito, gli strumenti di debito *strictly impact* sono solo quelli con una chiara correlazione tra merito creditizio, *pricing* e misurazione dell’impatto sociale. Per gli strumenti di capitale, invece,

le interpretazioni appaiono più radicali ed in tale categoria rientrano nel mercato italiano solo pochi pionieri del modello *impact*.

misurazione dell'impatto e alle tipologie di investitori che possono essere riconducibili all'ampio cappello di "*impact investing*".

Si tratta, quindi, di un fenomeno molto variegato in tutti i Paesi del mondo che prevede l'interazione di soggetti diversi, con strumenti differenti, in aree diversificate e che ha dato vita ad un vero e proprio ecosistema (Figura 10). "L'applicazione di una prospettiva ecosistemica al settore dell'economia ad impatto sociale italiana appare giustificata dal fatto che le organizzazioni che operano in questo ambito si trovano immerse in una rete di relazioni crescentemente fitta e complessa, che è un asset fondamentale sia per la generazione di valore sociale sia per assicurarne le condizioni di sostenibilità economico-finanziaria" (Calderini, 2019).

Figura 10: L'ecosistema dell'*impact investing*. Fonte: elaborazione propria.



In questo ecosistema, un attore rilevante è rappresentato dal settore pubblico in quanto le *partnership* pubblico-private possono essere viste come la cornice ideale per l'implementazione di modelli di *impact investing* (Human Foundation, 2019), poiché hanno la potenzialità di colmare eventuali divari finanziari da parte del pubblico, attraverso la costruzione di soluzioni che prevedono un ruolo di primo piano dell'investitore privato in progetti o programmi volti a rispondere a specifici bisogni sociali. Si tratta degli strumenti con una struttura *payments by result* che consentono: al settore pubblico di ridurre le risorse da destinare alle politiche di *welfare*; al settore privato di ampliare il portafoglio degli investimenti innovando le proprie politiche di investimento a favore di modelli innovativi orientati all'impatto; al Terzo Settore di rafforzare le proprie competenze manageriali (Human Foundation, 2019).

La finanza ad impatto, assume caratteristiche peculiari in ogni Paese e in ogni specifico contesto rendendo rilevante lo svolgimento di analisi qualitative e quantitative del fenomeno dell'*impact investing* in Italia.

L'Italia rappresenta un interessante caso europeo¹⁵² di sviluppo di questo mercato, caratterizzato da un grande potenziale, legato ad un'ampia presenza e sviluppo sia degli enti del Terzo Settore sia di alcuni peculiari intermediari come le fondazioni di origine bancaria che di alcune imprese ibride come le società Benefit, ma che è ancora lontano da una completa espansione, non ancora emerso nella sua interezza e che deve confrontarsi con specifiche barriere.

Il ruolo cruciale degli enti del Terzo Settore fornisce una potenziale ampia espansione della domanda di capitale in questo mercato, ma, allo stesso tempo, agisce come inibitore di sviluppo degli investimenti ad impatto in favore di strumenti finanziari più tradizionali, ovvero della cosiddetta *social finance*. Le principali fonti di soddisfazione del fabbisogno finanziario degli enti del Terzo Settore rimangono ancora l'autofinanziamento ed i prestiti dal settore bancario¹⁵³ ed i loro limiti in termini di distribuzione di utili ed impossibilità di attuare strategie rapide di *exit* non li rendono particolarmente appetibili per gli investitori ad impatto. Infatti, seppure teoricamente la domanda di capitali della finanza ad impatto è rappresentata

¹⁵²JRC - SCIENCE FOR POLICY REPORTS "Social impact investment in the EU" (2018)

¹⁵³ Si veda Osservatorio UBI BANCA su "Finanza e Terzo Settore" – IX EDIZIONE del 2020. https://www.ubibanca.com/1407134889105/Osservatorio%20UBI%20Banca%20IX%20ed_Full%20Report_DEF.pdf?blobheadername1=Content-Disposition&blobheadervalue1=inline;%20filename=Osservatorio%20UBI%20Banca%20IX%20ed_Full%20Report_DEF.pdf

dal Terzo Settore, nella pratica gli investitori si orientano verso imprese *for profit*, imprese ibride e solo in percentuale minore verso le organizzazioni imprenditoriali sociali come imprese sociali e cooperative¹⁵⁴.

Nonostante l'attuale difficoltà di incontro tra la potenziale domanda di capitali e l'offerta di capitali, in futuro potrebbe verificarsi una maggiore convergenza tra i vari attori di mercato anche grazie all'analisi delle barriere che esistono e alla costruzione di strategie che consentano di superarle. Infatti, negli ultimi anni, gli enti del Terzo Settore sono sottoposti ad una maggiore pressione competitiva causata dall'ingresso di imprese private in molti settori di loro competenza come, ad esempio, la sanità, l'educazione e contestualmente la necessità di effettuare investimenti in rami nuovi o in tecnologie all'avanguardia comporta l'esigenza di capitali maggiori. Questi enti avranno bisogno di capitali anche da fonti private, vista la stagnazione dei finanziamenti pubblici, i ritardi nei pagamenti dei contratti da parte del settore pubblico ed il basso livello di soddisfacimento per i servizi offerti, in particolare, in specifici settori come quello dell'immigrazione.

Contestualmente, è cresciuto l'interesse del settore bancario per gli enti del Terzo Settore: sono nate banche con obiettivi sociali, come Banca Prossima, attualmente fusa in Intesa Sanpaolo; o alcune banche hanno sviluppato servizi specifici per questa tipologia di enti, come Ubi Banca o Unicredit. Altri intermediari finanziari tra cui le fondazioni di origine bancarie hanno iniziato a mostrare interesse verso investimenti che abbiano anche un impatto sociale e/o ambientale ed in questo modo si è costituita l'offerta di capitali ad impatto.

Il mercato finanziario italiano tradizionale presenta, però, alcune peculiarità che influenzano anche alcune forme di investimento ad impatto come la centralità delle banche commerciali, di credito cooperativo, popolari che gestiscono più del 70% degli *asset* totali; la ridotta presenza di intermediari non bancari come società di gestione del risparmio, società di intermediazione mobiliare e la difficoltà di diffusione di alcune forme di investimento come il *venture capital (VC)*, che è largamente considerato come un importante fattore che stimola l'espansione economica e agevola lo sviluppo di settori che presentano un alto tasso di crescita e di sviluppo tecnologico (Kortume Lerner, 2001) e che può essere funzionale anche alla crescita del fenomeno dell'*impact investing*.

Le peculiarità del contesto italiano e della sua domanda reale e potenziale di capitali e dell'offerta di capitali hanno determinato la lentezza dello sviluppo del fenomeno dell'*impact*

¹⁵⁴Si veda "Tiresia Impact Outlook 2019".

investing e, di conseguenza, una ridotta presenza degli attori di mercato nazionali nelle reti internazionali. Infatti, ad esempio, nell'*Impact Base* del GIIN è attualmente (fine 2019) mappato un unico fondo di investimento italiano di *impact investing*, ovvero il fondo Oltre Venture I.

Per questa ragione, sono sorte alcune reti ed osservatori nazionali che si sono concentrate o sulla domanda potenziale di capitali, o sul mondo più ampio della finanza sostenibile o sugli investitori ad impatto. Alcune di queste realtà sono ad uno stadio di sviluppo sufficientemente maturo. Poiché che l'*impact investing* è un fenomeno molto variegato e complesso da definire, comprendere e delimitare, presenta contemporaneamente varie aree di ricerca che non sono ancora state sufficientemente esplorate a livello internazionale. Infatti, alcuni lavori recenti (GIIN, 2017; Roundy et al., 2017; Schrötgens e Boenigk, 2017; Lierne Pérez-Gladish, 2018) sottolineano l'assenza di analisi sulle attitudini degli investitori in termini di rendimenti finanziari richiesti, tolleranza al rischio, esposizione al rischio e percezione del rischio. Il tema dei problemi di agenzia, ad esempio, è stato analizzato esclusivamente da Rizzello e Carè (2017) con riferimento ai *social impact bonds* e non agli altri strumenti finanziari riconducibili al mercato dell'*impact investing*. Pochi i riferimenti (Lane, 2014; EMPEA, 2015; Silbye Nicholas, 2015; Martin, 2016; Bhatte Ahmad, 2017) anche a numerose opportunità di investimento nel campo del *VC*, *PE*, e degli *Angel Impact Investing* e alle loro iniziative di offerta di capitali alle imprese sociali.

A livello italiano, il panorama di osservatori e di reti nazionali appare ancora molto frammentato e le aree di ricerca non ancora esplorate sono numerose a causa della mancanza di dati disponibili e strutturati che non consente un veloce sviluppo delle analisi in questo mercato. Si tratta quasi sempre di forme di investimento che si alimentano al di fuori dei mercati regolamentati e con modalità estremamente variegata per le quali non è facile reperire i dati e le informazioni e, quindi, strutturare delle analisi approfondite.

Non sono presenti analisi su specifici strumenti finanziari ad impatto come i fondi di investimento di *PE* e *VC* o sui *business angels social* e non esiste una tassonomia completa di tutti i prodotti finanziari riconducibili all'ampio cappello dell'*impact investing* con l'indicazione delle loro caratteristiche specifiche, dei soggetti a cui sono indirizzati e delle peculiarità degli investitori che li scelgono.

Infine, le reti nazionali che si occupano del tema non sono *open source*, non prevedono un monitoraggio normativo, come avviene per gli strumenti di microcredito ad opera dell'Ente

Nazionale per il Microcredito, non hanno prodotto un glossario completo in italiano ed in inglese per ridimensionare la confusione terminologica sul tema.

A tal proposito, a fronte dell'indagine svolta nel presente lavoro che aveva, tra gli altri, anche lo scopo di individuare il gap di ricerca in merito al fenomeno dell'*impact investing* in Italia, si ritiene nel prossimo futuro di dover approfondire, tra i molti temi individuati: la mappatura di tutti gli strumenti finanziari ad impatto e classificazione delle loro caratteristiche sia economico-finanziarie, che sull'impatto sociale; l'analisi puntuale di tutti i fondi di investimento ad impatto, considerando sia le caratteristiche delle imprese che rappresentano la domanda di capitale in questo mercato, che i modelli di *business* delle società di gestione, il *team* di gestione dell'investimento e le strategie e politiche di investimento; i criteri di *investment readiness* che gli investitori ad impatto adottano ed il livello di investibilità della domanda di capitale; ed infine le necessità di finanziamento che lo sviluppo tecnologico e l'innovazione impongono agli enti del Terzo Settore e non solo. Sono infatti sempre di più le imprese Sociali che utilizzano strumenti tecnologici per il perseguimento dei propri obiettivi di impatto sociale, le cosiddette “social-tech venture” e lo sviluppo e l'utilizzo di nuove tecnologie per l'innovazione sociale hanno un grande potenziale per quanto riguarda l'impatto che queste possono generare sulle comunità e i territori.

Bibliografia

Accenture (2016). *The “Greater” Wealth Transfer*.

Achleitner A. K., Spiess-Knafl W., e Volk S. (2014). *The financing structure of social enterprises: conflicts and implications*. International Journal of Entrepreneurial Venturing.

Agrawal A., Hockerts K. (2019). *Impact Investing Strategy: Managing Conflicts between Impact Investor and Investee Social Enterprise*. Sustainability.

Al Taji F. N. A., e Bengo I. (2018). *The Distinctive Managerial Challenges of Hybrid Organizations: Which Skills are Required?*. Journal of Social Entrepreneurship, 1-18.

Alcock P. (2012). *The Big Society: a new policy environment for the third sector?* Third Sector Research Centre.

Alemanly L., Scarlata M. (2007). *Philanthropic venture capital: can the key elements of venture capital be applied successfully to social enterprises?*. Spain, ESADE – URL.

Alter K. (2007). *Social Enterprise Typology*. Virtue Ventures LLC

AICCON e FIT4SE (Aprile 2017). FIT4SE – *Financial Tools for Social Enterprises*. Con il contributo del programma *EaSI-Employment and Social Innovation Programme dell’Unione Europea* (ref. num. VP/2016/007/0013).

Ashton B. (2010). *Big Society. Political philosophy and implications for health policy*. The Kings Fund.

Assoprevidenza e Itinerari previdenziali (2016). *Investimenti a impatto sociale: analisi e opportunità*. Terzo Quaderno di approfondimento 2016. Welfare e Investimenti a 360 gradi.

Avanzi – Sostenibilità per Azioni (2013). *I Social Impact Bond. La finanza al servizio dell’innovazione sociale?* Quaderni dell’osservatorio. Fondazione Cariplo.

Baggio M., Manara C.V., Sacconi L., (2018). *L’impatto della finanza a impatto sociale: uno studio sulla relazione tra strumenti finanziari, forme di governance e motivazioni*. XII Colloquio Scientifico sull’impresa sociale (25 maggio 2018), Dipartimento di Sociologia e Ricerca Sociale, Università degli studi di Trento

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

- Banca d'Italia (2019). *Comunicato stampa "Nella gestione dei propri investimenti finanziari la Banca d'Italia dà valore alla sostenibilità"*.
- Bengo I., Ratti M. (2018). *Datemi una leva... Nuovi strumenti di filantropia e finanza per il sociale*. Rivista impresa sociale.
- Bezze M., Geron D. (2016). *Effetti delle pratiche di welfare generativo: il caso pratico del Comune di Treviso*. Studi Zancan.
- Bhatt, P., Ahmad, A. J. (2017). *Financial social innovation to engage the economically arginalized: Insights from an Indian case study*. Entrepreneurship & Regional Development.
- Borzaga C. (2018). *L'impresa sociale nel perimetro del Terzo Settore: riposizionamento e rilancio*. Rivista impresa sociale.
- Borzaga C. (2020). *Social enterprises and their ecosystems in Europe. Country Report: Italy*.
- Bose S., Dong G., Simpson A. (2019). *The Financial Ecosystem. The Role of Finance in Achieving Sustainability*. Palgrave Macmillan. Palgrave Studies in Impact Finance.
- Brest P., Born K. (2013). *When can impact investing create real impact? Unpacking the Impact in Impact Investing*. Stanford Social Innovation Review.
- Bridges Venture (2016). *Better outcomes, better value: The evolution of social impact bonds in the UK*.
- Bugg A., Emerson J., Emerson L. (2011). *Impact investing: Transforming How We Make Money while Making a difference*. Innovations, volume 6, number 3.
- Cantieri ViceVersa (2019). *Network finanziari per il Terzo Settore*. Collana Forum del Terzo Settore.
- Cerlenco S., Gonnella C. (2016). *La finanza ad impatto sociale*. Roma, "I quaderni della Fondazione", Fondazione Tertio Millennio-Onlus.
- Chiappini H. (2017). *Social Impact Funds. Definition, Assessment and Performance*. Palgrave Macmillan. Palgrave Studies in Impact Finance.
- Chiodo V., Gerli F. (2017). *Domanda ed offerta di capitale per l'impatto sociale*. Rivista impresa sociale.
- Chowdhry B., Davies S.W., Waters B. (2016). *Incentivizing Impact Investing*.

- Christensen C.M., Baumann H., Ruggles R., Sadtler T. M. (2006). *Disruptive Innovation for Social Change*. Harvard Business Review.
- Clark C., Emerson J., Thornley B. (2012). *The need for evidence and engagement*. San Francisco, CA/Durham, NC/ Bethesda, MD: Insight at Pacific Community Ventures/Duke University Fuqua School of Business/Impact Assets.
- Conway J., Stevens A., McKee J., Neighbor H., Ulrich G. (2012). *Gateways to impact: Industry survey of financial advisors on sustainable and impact investing*. Bethesda, MA:Calvert Foundation.
- Crowley, D. M. (2014). *The role of social impact bonds in pediatric health care*. Pediatrics.
- Del GiudiceA. (2015). *I social impact bond*. Milano: Franco Angeli.
- Deering J. (2014). *A future for probation? The Howard Journal of Criminal Justice*.
- Dichter S. (2013). *Response to “When can impact investing create real impact?”*. Stanford Social Innovation Review.
- Dowling E. (2017). *In the wake of austerity: Social impact bonds and the financialization of the welfare state in Britain*. New Political Economy.
- EMPEA. (2015). *How private equity models and practitioners can advance impact investing in emerging markets*. In K. Wendt (Ed.), *Responsible investment banking CSR, sustainability, ethics and governance*. Springer International Publishing.
- Erickson D., Andrews N. (2011). *Partnerships among community development, public health, and health care could improve the well-being of low-income people*. Health Affairs, 30(11), 2056–2063.
- EUROSIF (2014). *Impact investing in Europe. Extract From European SRI Study 2014*.
- EUROSIF (2018). *European SRI Study*. Brussels.
- EVPA (2014). *Learning from failures in venture philanthropy and social investments*.
- EVPA (2017). *Financing for Social Impact. The key role of tailored financing*
- EVPA (2018). *A practical guide to venture philanthropy and social impact investment*.
- EVPA (2018). *Impact strategies: How investors drive social impact*.
- EVPA (2019). *Investing for impact .EVPA Impact strategy*.
- Fitzgerald J. L. (2013). *Social impact bonds and their application to preventive health*. Australian Health Review.

Fondazione Sodalitas (2015). *Introduzione alla finanza sociale*. Quaderno Sodalitas. Fatti ed Effetti.

Forum per la finanza sostenibile (2017). *Impact investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*. Milano.

Fox C., Albertson K. (2012). *Is payment by results the most efficient way to address the challenges faced by the criminal justice sector?*

Freireich J., Fulton K. (2009). *Investing for Social & Environmental Impact: A Design for Catalyzing an Emerging Industry*. San Francisco, CA: Monitor Institute.

Frey B.S. (1997). *Not just for the money*.

Friedman M. (1970). *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. The New York Times Magazine.

FSB (Febbraio 2019). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018*.

Geczy C., Jeffers J.S., Musto D.K., Tucker A. M. (2019). *Contracts with (Social) Benefits: The Implementation of Impact Investing*.

Geobey S., Westley F. R., Weber O. (2012). *Enabling social innovation through developmental social finance*. Journal of Social Entrepreneurship.

Giacomantonio C. (2017). *Grant-maximizing but not money-making: A simple decision-tree analysis for social impact bonds*. Journal of Social Entrepreneurship.

Gill C., McCreless M. (2013). *Response to "When can impact investing create real impact?"*. Stanford Social Innovation Review.

Global Steering Group for Impact Investment (Ottobre 2018). *Catalysing an Impact Investment Ecosystem. A Policymaker's Toolkit. Working Group Report*.

Global Steering Group for Impact Investment (Ottobre 2018). *Investing for A Better World Strengthening the Financial Services Value Chain to Meet the Sustainable Development Goals. Working Group Report*.

Global Steering Group for Impact Investment (Ottobre 2018). *The Impact Principle. Widening participation and deepening practice for impact investment at scale. Working Group Report*.

Global Steering Group for Impact Investment (Ottobre 2018). *Building Impact Investment Wholesalers Key Questions in Design of an Impact Investment Wholesaler. Working Group Report.*

Global Steering Group for Impact Investment (Novembre 2019). *Country profile: UK.*

Global Steering Group for Impact Investment (Novembre 2019). *Contry profile: Italy.*

Global Sustainable Investment Alliance (2019). *2018Global Sustainable Investment Review.*

Grabenwarter U., Liechtenstein H. (2014). IESE research project, “*In search of gamma: An Unconventional Perspective On Impact Investing*”.

Harji K., Jackson E. (2012). *Accelerating Impact Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry.* The Rockefeller Foundation.

Hebb T. (2013). *Impact investing and responsible investing: what does it mean?.* Journal of Sustainable Finance and Investment, ppt 71-74.

Hedderman C. (2013). *Payment by results: Hopes, fears and evidence.* British Journal of Community Justice.

Höchstädter A. K., Scheck B. (2015). *What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners.* Journal of Business Ethics.

Human Foundation e PwC (2019). *Progettare l'innovazione sociale: Impact Investing e Fondi UE.*

ILO (2017). *Dichiarazione tripartita di principi sulle imprese multinazionali e la politica sociale.*

ILO (2019). *Financial mechanisms for innovative social and solidarity economy ecosystems.*

Impact Investing Lab (2014). *Oltre Venture: The First Italian Impact Investment Fund.* The Case Centre Collection.

Impact Investing Lab (2015). *Impact Investing: a new asset class or a societal refocus of Venture Capital?* Palgrave Macmillan.

Impact Investing Lab (2015). *A legal focus on equity impact investment targets.* Position paper for G8.

Investing Lab (2015). *Impact Investing: an Evolution of CSR or a New Playground?* Information Age Publishing.

- Investing Lab (2018). *Public private (plural) partnership for the delivery of superior social value: the case of Social Impact Bond*. Annals of Public and Cooperative Economics.
- ISTAT (2017). *Censimento permanente delle Istituzioni non profit. Primi risultati*
- Jackson E. T. (2013). *Evaluating social impact bonds: Questions, challenges, innovations, and possibilities in measuring outcomes in impact investing*. Community Development.
- Jacobs M., Mazzucato M. (2016). *Rethinking capitalism: Economics and policy for sustainable and inclusive growth*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- JOHN R. (2006). *Venture Philanthropy: the evolution of high engagement philanthropy in Europe*. Oxford, Skoll Centre for Social Entrepreneurship.
- Jones K., and Rai V. (2015). *Next though Monday – Niche or Mainstream? Real Deal or Hype?*
- Jones J. (2019). *The Demand Side of Impact Investing: Elevating the Perspectives of Local Entrepreneurs in the Impact Sector*. Oxfam Research Backgrounder series.
- J.P. Morgan (2012). *Impact investing: An Emerging Asset Class*.
- La Torre M., Calderini M. (2018). *Social Impact Investing Beyond the SIB: Evidence from the Market*. Palgrave Macmillan, Palgrave Studies in Impact Finance.
- La Torre M., Trotta A., Chiappini H., Rizzello A. (2019). *Business Models for Sustainable Finance: The Case Study of Social Impact Bonds*. Sustainability.
- La Torre M., Vento G.A. (2006). *Microfinance*. Palgrave Macmillan, Palgrave Studies in Impact Finance.
- Laing N., Long C., Marcandalli A., Matthews J., Grahovac A., Featherby J. (2012). *The U.K. Social Investment Market: The Current Landscape and a Framework for Investor Decision Making*. Cambridge Associates Limited.
- Lehner O., Brandstetter L. (2016). *Opening the Market for Impact Investments: The Need for Adapted Portfolio Tools*. Entrepreneurship Research Journal
- Leonard H. B. D. (2012). *Frameworks for dialogue and research about social impact investing*. Harvard Business School Technical Note 312–091.
- Liern V., Pérez-Gladish B. (2018). *Fuzzy degree of geographic appropriateness for social impact investing*. In *Soft computing for sustainability science*. Springer.

Lodi Rizzini C. (2013). *Il social housing e i nuovi bisogni abitativi*, in F. Maino e M. Ferrera (a cura di). Primo rapporto sul secondo welfare in Italia 2013, Torino, Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi.

LOHAS (2010). *LOHAS market size*.

Lyons T. S., e Kickul J. R. (2013). *The social enterprise financing landscape: The lay of the land and new research on the horizon*. Entrepreneurship Research Journal, 3(2), 147-159.

Maduro M., Misuraca G., Pasi G.(2018). *Social impact investments in the EU. Financing strategies and outcome-oriented approaches for social policy innovation: narratives, experiences, and recommendations*. JRC - SCIENCE FOR POLICY REPORTS.

Maioli R., Pulino S., Venturi P. (2019). *Social Entrepreneurship Policy: Evidences from the Italian Reform*. FORESIGHT AND STI GOVERNANCE. Vol. 13, No 3, pp. 77-88

Malerba F. (2000). *Economia dell'innovazione*, Carocci, Roma.

Marelli P. (2017). *Welfare: alle radici del nuovo modello pubblico, privato e civile*. VDossier n. 3/2017.

Martin M. (2013). *Making Impact Investible*. Impact Economy Working Papers 4.

Martin M. (2016). *Growing the ecosystem of impact investment*. In *Building the impact economy*. Springer International Publishing.

McHugh, N., Sinclair, S., Roy, M., Huckfield, L., e Donaldson, C. (2013). *Social impact bonds: A wolf in sheep's clothing? Journal of Poverty and Social Justice*.

Mendell M., Barbosa E. (2013). *Impact investing: A preliminary analysis of emergent primary and secondary exchange platforms*. Journal of Sustainable Finance & Investment, ppt 111-123.

Michelucci F.V. (2016). *Social Impact Investments: Does an Alternative to the Anglo-Saxon Paradigm Exist?*. International Society for Third-Sector Research and The Johns Hopkins University. Springer International Publishing.

Mo Costabella L., Martini A., Sisti M., (2006). *Valutare gli effetti delle politiche pubbliche: metodi ed applicazioni al caso Italiano*. Rivista Rassegna Italiana di Valutazione" 34/2006.

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

Muhammad Y., Weber K., (2017). *A World of Three Zeros: The New Economics of Zero Poverty, Zero Unemployment, and Zero Net Carbon Emissions*. First edition. New York: PublicAffairs.

O'Donohoe N., Leijonhufvud C., Saltuk Y., Bugg-levine A., Brandenburg M. (2010). *Impact Investments: An Emerging Asset Class*. (J. P. Morgan, Ed). New York, NY: Rockefeller Foundation/GIIN.

OECD (2011). *Linee Guida OCSE destinate alle Imprese Multinazionali*. OECD Publishing, Paris.

OECD (2014). *Venture Philanthropy in Development Dynamics, challenges and lessons in the search for greater impact*. OECD Publishing, Paris.

OECD (2015). *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing*. OECD Publishing, Paris.

OECD (2015). *Social Impact Investment: Building the Evidence Base*. OECD Publishing, Paris.

OECD (2019). *Social Impact Investment 2019: The Impact Imperative for Sustainable Development*. OECD Publishing, Paris.

Oleksiak, A., Nicholls, A., e Emerson, J. (2015). *Impact investing: a market in evolution*, in Nicholls, A., Paton, R., e Emerson, J. (Eds.). *Social Finance*, Oxford University Press. Oxford, UK.

Porter Michael E., Kramer Mark R. (2011). *Creating Shared Value*. Harvard Business Review.

PWC & City of London Corporation. 2015. *Developing a global financial centre for social impact investment*.

Reeder N., Colantonio A. (2013). *Measuring impact and non-financial returns in impact investing: A critical overview of concepts and practice*. EIBURS Working Paper 1.

Rizzello, A., Carè, R., Migliazza, M. C., Trotta, A. (2016). *Social impact investing: A model and research agenda* in O. Lehner (Ed.), *Routledge handbook of social and sustainable finance*. London: Routledge. Lane 2014.

Rodin J., Brandenburg M. (2014). *The power of impact investing: Putting markets to work for profit and global good*. The Rockefeller Foundation. Wharton Digital Press. Philadelphia.

- Roundy P., Holzhauer H., Dai Y. (2017). *Finance or philanthropy? Exploring the motivations and criteria of impact investors*. Social Responsibility Journal.
- Saltuk Y., Bouri A., Mudaliar A., Pease M. (2013). *Perspectives on Progress: The impact investor Survey*. GIINe J.P.Morgan.
- Sandberg J., Juravle C., Hedesstrom T. M., Hamilton I. (2009). *The heterogeneity of socially responsible investment*. Journal of Business Ethics, 87(4), 519–533.
- Schinckus C. (2017). *The valuation of social impact bonds: An introductory perspective with the Peterborough SIB*. Research in International Business and Finance.
- Schrötgens, J., Boenigk, S. (2017). *Social impact investment behavior in the nonprofit sector: First insights from an online survey experiment*. Voluntas: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations.
- Serafim G., Zochowski T. R., Downing J. *Impact-weighted financial accounts: the missing piece for an Impact Economy*. Harvard Business School.
- Shiller R. (2013). *Capitalism and Financial Innovation*. Financial Analysts Journal.
- Shulman J. M., George B. (2012). *Growing jobs and getting returns: Impact investing through entrepreneurs*. Journal of Global Business Management.
- Signorini L., Working papers (2019), *Non-Bank Finance: opportunities and risks Speech by the Deputy Governor of the Bank of Italy*. Banca d'Italia.
- Silby, W., Nicholas, J. (2015). *Angel impact investing. In Angels without borders: Trends and policies shaping angel investment worldwide*. World Scientific Publishing.
- Social Finance UK (2016). *Social impact bonds: The early years*.
- Social Innovation Monitor (2019). *Impatto degli incubatori/acceleratori italiani*.
- Social Impact Investment Task Force (2010). *Social Investment ten years on. Final report of the social investment task force*. London.
- Social Impact Investment Task Force (2014). *Impact Investment: the invisible heart of markets. Harnessing the power of entrepreneurship, innovation and capital for public good*.
- Social Impact Investment Task Force (2015). *Buone pratiche di impact investing raccolte dall'Advisory Board italiano*. Roma.

Social Impact Investment Task Force (2015). *La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia. Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8*. Roma.

Stoesz D. (2014). *Evidence-based policy reorganizing social services through accountable care organizations and social impact bonds*. Research on Social Work Practice

Svedova J., Cuyegkend A., Tansey J. (2014). *Demystifying Impact Investing*.

Taboga M., Working paper (2019), *Cross-country differences in the size of venture capital*.

Tan S., Fraser A., Giacomantonio C., Kruithof K., Sim M., Lagarde M., et al. (2015). *An evaluation of social impact bonds in health and social care*. London: Policy Innovation Research Unit (PIRU).

The Case Foundation (2014). *A short Guide to Impact Investing*.

The GIIN (2014). *Spotlight on the Market - The Impact Investor Survey*.

The GIIN(2015). *Introducing the Impact Investing Benchmark*.

The GIIN (2018). *Annual Impact Investor Survey*.

The GIIN(2018). *Roadmap for the Future of Impact Investing. Reshaping Financial Markets*.

The GIIN (2018). *Financing the sustainable development goals: impact investing in action*.

The GIIN (2018). *Global Impact investing Network. Roadmap for the Future of Impact investing: Reshaping Financial Markets*.

The GIIN (2020). *Annual Impact Investor Survey*.

The GIIN (2019). *Annual Impact Investor Survey*.

The GIIN (2019). *Sizing the Impact investing Market*.

TIRESIA (2016). *Uno sguardo all'impact investing in Italia nel 2016*.

TIRESIA (2018). *Tiresia Social Impact Outlook 2018. Domanda ed offerta di capitali per l'impatto sociale in Italia*.

TIRESIA(2019). *Tiresia Impact Outlook 2019*.

Twidell, J.W., Weir, A.D. (1986) *Renewable Energy Resources*. E. and F. N. Spon Ltd., London and New York.

- UBI Banca (2016). *Osservatorio UBI Banca su Finanza e Terzo Settore – V ed. Indagine sui fabbisogni finanziari. Cooperazione sociale e associazionismo.*
- UBI Banca (2017). *Osservatorio UBI Banca su Finanza e Terzo Settore – VI ed. Indagine sui fabbisogni finanziari. Cooperazione sociale e associazionismo.*
- UBI Banca (2018). *Osservatorio UBI Banca su Finanza e Terzo Settore – VII ed. Indagine sui fabbisogni finanziari. Cooperazione sociale e associazionismo.*
- UBI Banca (2019). *Osservatorio UBI Banca su Finanza e Terzo Settore – VIII ed. Indagine sui fabbisogni finanziari. Cooperazione sociale e associazionismo.*
- UBI Banca (2020). *Osservatorio UBI Banca su Finanza e Terzo Settore – IX ed. Indagine sui fabbisogni finanziari. Cooperazione sociale e associazionismo.*
- Venture Capital Monitor (2018). Rapporto Italia 2018, by AIFI, LIUC Business School, Intesa Sanpaolo Innovation Center.
- Venturi P., Zandonai F. (2012). Rapporto Iris Network. *L'impresa sociale in Italia. Pluralità dei modelli e contributo alla ripresa.* Milano: Altreconomia Edizioni.
- Ward J. E. (2012). *New money for chronic diseases: Can clinicians and entrepreneurs deliver outcomes eluding governments?* The Medical Journal of Australia.
- Weber O., Feltmate B. (2016). *Sustainable Banking: Managing the Social and Environmental Impact of Financial Institutions.* University of Toronto Press.
- Weber O. (2016). *Impact Investing*, in *Routledge Handbook on Social and Sustainable Finance.* Routledge.
- WGMA (2014). *Profit with purpose. Working Group on Mission Alignment. Social Impact Investment Taskforce UK.*
- Wilson K. (2014). *New Investment Approaches for Addressing Social and Economic Challenges.* OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 15, OECD Publishing.
- Wolfgang S., Scheck B. (2017). *Impact Investing. Instruments, Mechanisms and Actors.* Palgrave Macmillan. Palgrave Studies in Impact Finance.
- World Economic Forum (2013). *From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors.*
- World Economic Forum (2013). *Charting the Course: How Mainstream Investors can Design Visionary and Pragmatic Impact Investing Strategies.*

World Economic Forum (2013). *Impact Investing – From Ideas to Practice, Pilots to Strategy*.

World Economic Forum (2014). *Impact Investing: A Primer for Family Offices*.

World Economic Forum (2019). *Unlocking Capital Markets to Finance the SDGs*

Zingales L. (2015). *Presidential Address: Does Finance Benefit Society?*. The Journal of Finance.

SITOGRAFIA

<http://businesscommission.org/>

<https://www.ilsole24ore.com/art/sostenibilita-osservatorio-esg-aiutare-investitori-green-AD4Mn0E>

https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/social_impact_italia?contentId=PRD11476

https://www.covip.it/wp-content/files_mf/1553857120ComunicatostampaDirettiveIORPII.pdf

<https://fondazionecariplo.it/it/index.html>

https://web.uniroma1.it/dip_management/progetto-miur-una-piattaforma-italiana-la-finanza-d-impatto-modelli-finanziari-l-inclusione-sociale.

https://www.ubibanca.com/1407134889105/Osservatorio%20UBI%20Banca%20IX%20ed_Full%20Report_DEF.pdf?blobheadername1=Content-Disposition&blobheadervalue1=inline;%20filename=Osservatorio%20UBI%20Banca%20IX%20ed_Full%20Report_DEF.pdf

<https://toniic.com/impact-investing/>

<https://www.euricse.eu/it/mission-euricse/>

<https://www.aicon.it/chi-siamo/>

<https://www.OECD.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-topics/social-impact-investment-initiative.htm>

<http://www.socialimpactagenda.it/attivita/attivita-internazionali/>

<https://www.ilsole24ore.com/sez/sostenibilita/osservatorio>

<http://theimpact.org/>

<http://www.europarl.europa.eu>

<http://www.europarl.europa.eu> Fonte: <https://impactdatabase.eu/>

<http://www.eurosif.org/>

<http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/04/Transparency-Code-4.0.pdf>

<http://www.gabv.org>

<http://www.impactmanagementproject.com/>

<http://www.impresasociale.net/osservatorio.php>

<http://www.rivistaimpresasociale.it/>

<http://www.rivistaimpresasociale.it/rivista/item/98-datemi-una-leva-nuovi-strumenti-di-filantropia-e-finanza-per-il-sociale/98-datemi-una-leva-nuovi-strumenti-di-filantropia-e-finanza-per-il-sociale.html?limitstart=0>

<http://www.socialimpactagenda.it/>

<http://www.TIRESIA.polimi.it/>

<http://www.unepfi.org>

<http://www.valori.it/>

<http://www.vita.it/>

<http://www.vita.it/it/article/2018/03/26/due-miti-da-sfatate-per-evitare-lagonia-del-terzo-settore/146361/>

<https://asvis.it/>

<https://cecp.co/>

<https://creosyndicate.org/>

https://ec.europa.eu/info/index_it

<https://edgefunders.org/>

<https://evpa.eu.com/>

<https://finanzasostenibile.it/>

<https://fondazionecariplo.it/it/index.html>

<https://gsgii.org/>

<https://impactdatabase.eu/>

<https://investiresponsabilmente.it/>

<https://italiancrowdfunding.it/piattaforme-crowdfunding-italia/>

<https://nexusglobal.org/impact-investing/>

<https://pymwymic.com/>

<https://thegiin.org/>

<https://toniic.com/>

<https://unric.org/it/agenda-2030/>

https://web.uniroma1.it/dip_management/progetto-miur-una-piattaforma-italiana-la-finanza-d-impatto-modelli-finanziari-l-inclusione-sociale

<https://www.acri.it/Articles/PublicArticle/38/presentazione>

<https://www.aicon.it/>

<https://www.blackrock.com/hk/en/insights/larry-fink-ceo-letter>

<https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/approfondimenti/larry-fink-ceo-letter>

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

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/cagr-259.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/greenbondsbridge/ifc.htm>

<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>

<https://www.cisl.cam.ac.uk/>

<https://www.cisl.cam.ac.uk/business-action/sustainable-finance/banking-environment-initiative>

<https://www.confluencephilanthropy.org/>

<https://www.eticanews.it/>

<https://www.fondazioneLangitalia.it/>

<https://www.gov.uk/>

<https://www.gpfi.org/>

https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/development+impact/principles

<https://www.impactassets.org/>

<https://www.impactbase.org/>

<https://www.inc-cap.com/>

<https://www.investireresponsabilmente.it>

<https://www.morningstar.it/>

<https://www.OECD.org/>

<https://www.sdabocconi.it/it/faculty-ricerche/lab-e-centri-di-ricerca/sustainability-lab/osservatori/impact-investing-lab>

<https://www.socialfinance.org.uk/>

<https://www.socialvalueitalia.it/associazione/>

<https://www.sodalitas.it/>

<https://www.torinosocialimpact.it/>

https://www.ubibanca.com/Osservatorio_UBI

<https://www.unpri.org/>

<https://www.weforum.org/>

<https://www2.deloitte.com/us/en/pages/monitor-institute/topics/monitor-institute-by-deloitte.html>

[https://www.un.org/millenniumgoals/2015_MDG_Report/pdf/MDG%202015%20rev%20\(July%201\).pdf](https://www.un.org/millenniumgoals/2015_MDG_Report/pdf/MDG%202015%20rev%20(July%201).pdf)

APPENDICE

Acronimo	Definizione
CAGR	<i>Compounded Average Growth Rate</i>
CDFIs	<i>Community Development Financial Institutions</i>
CDC	<i>Commonwealth Development Corporation</i>
CE	Comissione Europea
CONSOB	Commissione nazionale per le società e la Borsa
COVIP	Commissione di vigilanza sui fondi pensione
DFI	<i>Development Financial Institution</i>
DIBs	<i>Development impact bonds</i>
EaSI	<i>EU programme for Employment and Social Innovation</i>
EFAMA	<i>European Fund and Asset Management Association</i>
EFSI	<i>European Fund for Strategic Investments</i>
EIB	<i>European Investment Bank</i>
EIBs	<i>Environmental impact bonds</i>
EIF	<i>European Investment Fund</i>
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
EU	<i>European Union</i>
EUROSIF	<i>European Sustainable Investment Forum</i>
EuSEF	<i>European Social Enterprise Funds</i>
EuVECA	<i>European venture capital funds</i>
EVPA	<i>European Venture Philanthropy Association</i>
FFF	<i>Family, Friends and Fools</i>
GBP	<i>Green Bond Principles</i>
GIIN	<i>Global Impact Investing Network</i>
GSG	<i>Global Steering Group for Impact Investment</i>
GSIA	<i>Global Sustainable Investment Alliance</i>
HNWIs	<i>high-net worth individuals</i>
ICMA	<i>International Capital Market Association</i>
IBAN	<i>Italian Business Angels Network Association</i>
IFC	<i>International Finance Corporation</i>
ILO	<i>International Labour Organization</i>
IRIS	<i>Impact Reporting & Investment Standards</i>
IRPEF	Imposta sul reddito delle persone fisiche
IIS	Investimenti ad impatto sociale
IVASS	Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni
LOHAS	<i>Lifestyle of health and sustainability</i>
MA	<i>Master of Arts</i>
MBA	<i>Master in Business Administration</i>
MSc	<i>Master of Science</i>
NAB	<i>National Advisory Board</i>
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
OECD	<i>Organization for Economic Co-operation and Development</i>
ONU	Organizzazione delle Nazioni Unite
OSS	Obiettivi di Sviluppo Sostenibile
PbR	<i>Pay by Result</i>

PD	<i>Private Debt</i>
PE	<i>Private Equity</i>
PhD	<i>Doctor of Philosophy</i>
PMI	<i>Piccole e medie imprese</i>
Postdoc	<i>Postdoctoral researcher</i>
PRI Association	<i>Principles for responsible investments Association</i>
PRIs	<i>Program-related investments</i>
P2B	<i>Peer to Business</i>
P2P	<i>Peer to Peer</i>
SAA	<i>Strategic Asset Allocation</i>
SBP	<i>Social Bond Principles</i>
SDGs	<i>Sustainable Development Goals</i>
SGR	<i>Società di gestione del risparmio</i>
SI	<i>Social Investments</i>
SIA	<i>Social Impact Accelerator</i>
SIAVS	<i>Startup innovative a vocazione sociale</i>
SIBs	<i>Social Impact Bonds</i>
SICAF	<i>Società di investimento a capitale fisso</i>
SICAV	<i>Società di investimento a capitale variabile</i>
SIFIs	<i>Social investment finance intermediaries</i>
SIINC	<i>Social Impact Incentives</i>
SIIT	<i>Social Impact Investing Taskforce</i>
SPOs	<i>Social-Purpose Organisations</i>
SRI	<i>Sustainable and Responsible investments</i>
SSE	<i>Social and solidarity economy</i>
TOC	<i>Theory of Change</i>
TUB	<i>Testo Unico Bancario</i>
UE	<i>Unione Europea</i>
UIS	<i>UNESCO Institute for Statistics</i>
UK	<i>United Kingdom</i>
UNEP	<i>United Nations Environment Program</i>
UNHCR	<i>United Nations High Commissioner for Refugees</i>
UNICEF	<i>United Nations Children's Fund</i>
USA	<i>United States of America</i>
USD	<i>United States Dollar</i>
VC	<i>Venture Capital</i>
VP	<i>Venture Philanthropy</i>
WEF	<i>World Economic Forum</i>
WGMA	<i>Working Group on Mission Alignment</i>