



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN  
ECONOMIA E DIRITTO**

**TESI DI LAUREA**

***"I SOCIAL IMPACT BOND COME OPPORTUNITÀ  
D'INVESTIMENTO DELL'IMPACT INVESTING"***

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. Alberto Lanzavecchia**

**LAUREANDO: Loreto Bavado**

**MATRICOLA N. 1083770**

**ANNO ACCADEMICO 2015 – 2016**



Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

*Borodo Joato*



# Indice

## Introduzione

<b>1</b>	<b>Un modo alternativo di investire: l'Impact Investing</b>	<b>1</b>
1.1	<i>Definizione, caratteristiche e inquadramento degli investimenti a impatto</i>	1
1.2	<i>Il Frame dell'Impact Investing</i>	6
1.3	<i>Sviluppo e composizione del mercato Impact Investing</i>	11
1.3.1.	La domanda del settore impact	11
1.3.2.	Offerta: fornitori e intermediari dei capitali destinati ad avere un impatto sociale/ambientale	15
1.4	<i>Il matching tra domanda e offerta dei capitali</i>	21
1.5	<i>Gli impact investments attraverso le asset class e i diversi strumenti</i>	26
1.6	<i>La misurazione della terza dimensione dell'Impact Investing: l'Impatto sociale/ambientale</i>	33
<b>2</b>	<b>Le Strategie e le opportunità d'investimento nel settore dell'Impact Investing</b>	<b>38</b>
2.1	<i>Confronto tra un portafoglio tradizionale e un portafoglio Impact: vantaggi e svantaggi</i>	38
2.2	<i>Rassegna delle principali opportunità d'investimento a impatto</i>	43
2.2.1.	Relazione tra dimensioni, aree geografiche e tipologia di asset class utilizzate	45
2.2.2.	Distribuzione dei fondi fra i diversi ambiti-settori di operatività	46
2.2.3.	Aspetti economici e obiettivi di rendimento	48
2.3	<i>Casi Studio</i>	52
2.3.1.	Triodos Renewables Europe Fund	54
2.3.2.	FP Wheb Sustainability Fund	55
2.3.3.	Bridges Ventures U.S. Sustainable Growth Fund	56
2.3.4.	Lyme Forest Fund III	57
2.3.5.	Media Development Investment Fund	58
2.3.6.	Yunus Social Business Fund	59
2.3.7.	HV Mikrofinanzfonds Fund	60
2.3.8.	Root Capital Growth Rural Property Fund	61
2.3.9.	Aavishkaar India Micro Venture Capital Fund	62
2.3.10.	Ignia Fund I LP	63
2.3.11.	CFHomes Baltimore Affordable Housing Iniziative	64
2.3.12.	Partners for the Common Good	65
<b>3</b>	<b>I Social Impact Bond</b>	<b>66</b>
3.1	<i>Definizione, natura e principali caratteristiche</i>	67
3.2	<i>Struttura e attori coinvolti</i>	72

3.3	<i>Vantaggi, rischi e criticità legati al Social Impact Bond</i>	76
3.4	<i>Il mercato globale dei Social impact bond</i>	81
3.5	<i>I diversi modelli di SIB implementati</i>	84
3.5.1.	Il modello di Peterborough: One Service SIB	84
3.5.2.	Il modello del progetto ABLE di Rikers Island	86
3.5.3.	Il modello Thames Reach Ace di Londra	89
3.5.4.	Il modello Epique Occupational Wellness I	91
3.5.5.	Un uso innovativo del SIB: il modello di Richmond	92
3.5.6.	Considerazioni Generali	94
3.6	<i>Il futuro dei SIB</i>	96
<b>4</b>	<b>Quale sviluppo in Italia?</b>	<b>98</b>
4.1	<i>La domanda</i>	98
4.2	<i>L'offerta e gli intermediari</i>	99
4.3	<i>Il quadro normativo attuale e le principali riforme</i>	101
	<b>Considerazioni finali</b>	<b>110</b>
	<b>Bibliografia</b>	

## **Introduzione**

In un contesto attuale in cui la finanza è posta al centro dell'economia e alla luce delle recenti crisi finanziarie che ha colpito l'intero sistema, ci si chiede: quale altro fine può perseguire la tecnica finanziaria, oltre quello tradizionale che mira alla massimizzazione del profitto?

Esistono diverse possibili risposte a questa domanda, ma quella che ha suscitato particolare interesse negli ultimi anni nel mondo degli investitori istituzionali, e non solo, consiste nell'utilizzare la finanza come strumento principale volto alla canalizzazione dei capitali verso necessità e bisogni dell'Uomo, più o meno latenti, che altrimenti non sarebbero soddisfatti dal tradizionale fine del mero profitto. In altri termini, l'idea è quella di usare la finanza per generare un impatto positivo sia in ambito sociale sia in ambito ambientale.

Tale idea a partire dal 2007 viene identificata con il termine "*Impact Investing*", ed è con tale termine che ci si riferisce a tutte quelle scelte d'investimento effettuate con l'obiettivo primario di generare un impatto positivo misurabile sulle comunità e/o sull'ambiente e contemporaneamente generare un rendimento del capitale investito. Questa modalità d'investimento, che oltre al rischio e al rendimento tiene conto dell'impatto generato, negli ultimi anni va espandendosi a livello globale fino a sviluppare un vero e proprio segmento di mercato che oggi gestisce capitali per circa 60 miliardi di dollari (Saltuk, et al., 2015). Il repentino sviluppo di questo mercato è dovuto principalmente alla focalizzazione sui risultati dell'investimento, dato che permette di sviluppare progetti del campo sociale e ambientale.

Un aspetto importante da far notare fin da subito è che gli investitori non sono solo filantropi o organizzazioni che operano normalmente a favore del sociale, ma vi è anche un crescente interesse da parte delle amministrazioni pubbliche, le quali vedono l'Impact Investing come lo strumento che permette di continuare a fornire un livello di welfare adeguato nonostante la mancanza di risorse pubbliche da poter ad esso destinare. Infatti, uno dei principali vantaggi di questa modalità d'investimento è la capacità di riuscire a raccogliere capitali da soggetti privati e di destinarli verso bisogni che per loro natura sono di competenza del settore pubblico. In tal modo si viene a generare un vero e proprio rapporto di collaborazione tra settore pubblico e privato che spesso sfocia in una serie di accordi contrattuali bilaterali posti alla base degli innovativi strumenti di finanza ad impatto tra cui spiccano i Social Impact Bond.

L'innovativo uso della finanza per “il bene comune”, perseguendo il duplice obiettivo di redditività, rappresenta l'argomento centrale sul quale è stato predisposto questo elaborato, attraverso cui si vuole fornire una panoramica sullo sviluppo del mercato dell'Impact Investing, sulle opportunità d'investimento ad esso legate e sui principali strumenti d'investimento diffusi a livello globale focalizzandosi sui Social Impact Bond. Inoltre, si cercherà di capire le motivazioni per cui tale mercato e gli strumenti finanziari ad esso legati nel nostro paese sono ancora in una fase che possiamo definire “embrionale”.

L'elaborato è stato strutturato in quattro parti, seguendo una logica di analisi che va da un livello macro verso un livello di maggior dettaglio. In particolare, nella prima parte dell'elaborato si introduce la modalità innovativa di investimento definita come “Impact Investing”, identificandone le caratteristiche distintive e inquadrando attraverso tali caratteristiche quali investimenti possono essere considerati ad impatto e quali invece vanno esclusi, nonostante il confine non sia così marcato. Di seguito si delimita il perimetro di azione attorno all'Impact Investing, individuando da un lato i soggetti che potenzialmente necessitano di capitali da destinare alle necessità sociali, ragionando su una possibile stima della domanda potenziale del mercato, e dall'altro i potenziali fornitori di tali capitali. Una volta individuati gli attori si procederà all'analisi delle aree geografiche e dei temi principali che sono stati coinvolti dallo sviluppo del settore in modo da identificare potenziali punti d'incontro fra domanda e offerta; questa analisi sarà irrobustita attraverso l'identificazione e la comprensione dei principali strumenti finanziari usati per l'implementazione di investimenti ad impatto. Inoltre, sempre in questa prima parte sarà affrontata più nel dettaglio una delle caratteristiche principali che contraddistingue gli impact investment dai più generali investimenti socialmente responsabili (SRI), l'impatto sociale/ambientale; discutendo sull'importanza della sua misurazione, sulle difficoltà ad essa legate e sulle iniziative volte all'eliminazione di tali ostacoli.

Nella seconda parte dell'elaborato si propone un'analisi delle opportunità d'investimento legate al settore dell'Impact Investing. In particolare la discussione parte dal confronto fra un portafoglio finanziario tradizionale e un portafoglio finanziario con all'interno strumenti finanziari ad impatto. L'obiettivo di questo confronto è quello di rappresentare l'influenza che l'inserimento delle asset class ad impatto generano sul portafoglio in modo da poterne individuare eventuali vantaggi o svantaggi.

Dopo l'analisi dei potenziali effetti su un ipotetico portafoglio finanziario si prosegue analizzando le opportunità d'investimento maggiormente diffuse nel settore dell'impact



investing; in particolare l'analisi sarà sviluppata sulle relazioni esistenti fra dimensione, area geografica, tipologia di strumenti finanziari adottati e settori. Inoltre, saranno presentati dei casi di fondi esistenti per i quali saranno riportate le principali caratteristiche e aspetti economico-finanziari.

Nella terza parte dell'elaborato ci si focalizzerà sui Social Impact Bond, spiegando il loro ruolo all'interno del settore dell'impact investing, la loro natura e le principali caratteristiche. Successivamente si entrerà più nel dettaglio e si andrà a discutere sulla struttura, i soggetti coinvolti, i vantaggi, i rischi e le criticità derivanti dalla loro implementazione. Una volta esposto da un punto di vista teorico, si procede alla presentazione e allo studio del mercato globale attuale dello strumento e di quello prospettico. Di seguito vengono analizzati e confrontati alcuni dei principali modelli implementati a livello globale, in modo da comprendere come un modello teorico standard viene adattato ai diversi contesti e esigenze reali, e quali sono stati gli effetti derivanti dalla loro implementazione.

Infine, nell'ultima parte dell'elaborato si sviluppa una riflessione sulla mancanza del nostro Paese nel panorama globale del settore dell'impact investing e in particolare nello sviluppo dei Social Impact Bond, cercando di individuarne le ragioni e le motivazioni sottostanti a tale assenza.



# 1 Un modo alternativo di investire: l'*Impact Investing*

## 1.1 Definizione, caratteristiche e inquadramento degli investimenti a impatto

Il numero di investitori e il volume d'investimenti non più orientati alla ricerca del solo profitto, ma finalizzati anche a generare impatti positivi sulle comunità e l'ambiente tramite il capitale finanziario è in aumento ad un ritmo impressionante (GSIA, 2015).

Si definisce così "Investimento Socialmente Responsabile" (Social Responsible Investing, SRI) una forma d'impiego del capitale basata su scelte che incorporano valori sociali e ambientali in aggiunta alla mera valutazione finanziaria.

Seguendo la tassonomia proposta da EUROSIF, la composizione di un portafoglio d'investimento SRI può avvenire attuando uno **screening negativo** delle possibilità d'investimento, si escludono quindi imprese e settori che non rispettano determinati criteri ESG (Environmental, Socially and Governance); oppure attuando un **Best-in-class screening**, selezionando cioè solo le imprese che presentano delle performance positive migliori rispetto ai concorrenti in termini di criteri ESG. Altre modalità di selezione sono rappresentate da: **selezione basata sul rispetto delle norme su temi ambientali e sociali** a livello internazionale, **l'integrazione sistematica dei fattori ESG** nell'analisi finanziaria tradizionale, **Sustainability themed investing**, cioè la scelta è rivolta verso attività legate strettamente alla sostenibilità (Energia pulita, Agricoltura sostenibile) e **Azionariato attivo** o *Corporate Engagement*, cioè l'uso del potere degli azionisti per indirizzare le società a compiere scelte operative che rispettino i criteri ESG.

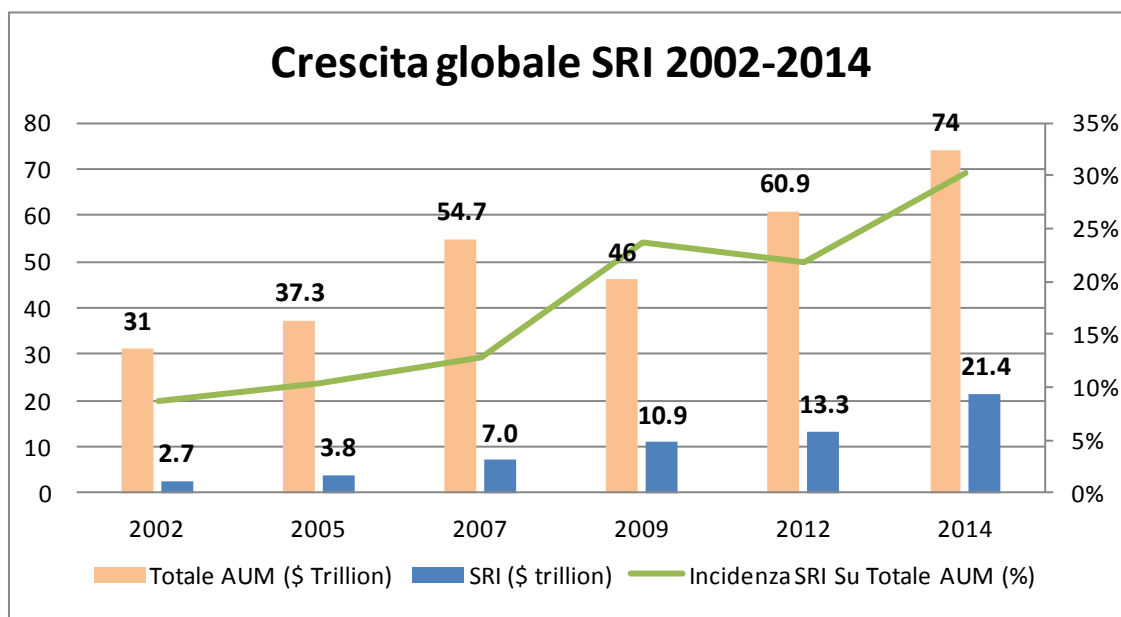
Gli Investimenti Socialmente Responsabili gestiscono oggi circa di 21.400 miliardi di dollari distribuiti per il 63,7% in Europa, per il 30,8% negli USA e per la restante parte in Canada, Australia e Asia<sup>1</sup>. Questo comparto ha registrato negli anni uno sviluppo accelerato. Analizzando gli anni compresi tra il 2002 e il 2014 (Figura 1), si nota che il settore degli SRI ha registrato una crescita continua, anche nel periodo in cui l'industria della finanza ha subito una battuta di arresto a seguito della crisi finanziaria (2007-2009). Nel 2014, tale mercato rappresentava ben il 30,2% del totale degli asset gestiti a livello

---

<sup>1</sup> I dati presi in considerazione sono i dati diffusi dal Global Sustainable Investment Alliance nel report "Global Sustainable Investment Review 2014", Febbraio 2015  
[http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA\\_Review\\_download.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA_Review_download.pdf).

globale, registrando ancora una volta una crescita rispetto al 2012, periodo in cui incideva per il 21,5%.<sup>2</sup>

**Figura 1 Crescita globale SRI 2002-2014**



**Fonte:** Elaborazione propria dati Eurosif, Ussiff, BCG, PWC

All'interno del mercato degli SRI, si sta sviluppando un nuovo filone: l'*Impact Investing* o *Investimento a impatto sociale*. Si inizia a parlare per la prima volta di *Impact Investing* nel 2007 in una conferenza fra investitori e filantropi convocata dalla fondazione Rockefeller a Bellagio in Italia. Ha seguito della recente evoluzione di questa nuova forma d'investimento, non si ha ancora una definizione univoca del fenomeno, invece sembrano già chiare le caratteristiche distintive dell'investimento tipo.

Organizzazioni e altri enti, operanti a livello globale, che dal 2007 si sono occupati dello studio di questa modalità alternativa di investimento, definiscono "*Impact Investments*":

- "*Investimenti in società, organizzazioni e fondi, con l'intento di generare oltre al ritorno finanziario un impatto sociale e ambientale*".<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Per ulteriori approfondimenti si rimanda allo studio della Global Sustainable Investment Alliance nel report "Global Sustainable Investment Review 2014", Febbraio 2015 [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA\\_Review\\_download.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA_Review_download.pdf).

<sup>3</sup> Definizione coniata dalla "Global Impact Investing Network" (GIIN) (2015), un'organizzazione no-profit nata con l'intento di incrementare la scala e l'efficacia dell'Impact Investing, <http://www.thegiin.org>.

- *“Investimenti con aspettative di ritorno finanziario, che forniscono capitale a fondi e società designate, con l’intento di generare un impatto sociale e/o ambientale positivo”*.<sup>4</sup>
- *“La fornitura di finanziamenti alle organizzazioni con l’aspettativa esplicita di un ritorno sociale misurabile, nonché un ritorno finanziario”*.<sup>5</sup>
- *“Un approccio di investimento che cerca intenzionalmente di creare sia ritorni finanziari che un impatto positivo[in termini] sociali o ambientali che può essere attivamente misurato;[inoltre] il duplice obiettivo di risultati sociali/ambientali e di ritorni finanziari (che possono essere al di sotto del mercato, a mercato o sopra il mercato) deve essere raggiunto esplicitamente e con intenzionalità”*.<sup>6</sup>

Queste definizioni nonostante guardano agli investimenti ad impatto sociale da diversi punti di vista, inglobano al loro interno le caratteristiche essenziali dell’*Impact Investing*, le quali sono brevemente descritte di seguito.

- **Intenzionalità:** tale caratteristica è fondamentale per poter distinguere un *“Investimento ad impatto”* tra la più ampia categoria degli investimenti Socialmente Responsabili (SRI). Diversi sono, infatti, gli SRI con i quali gli investitori possono generare impatto: possono cercare di utilizzare gli investimenti per aumentare l’accesso ai servizi finanziari, fornire una migliore istruzione, una più efficiente sanità, fornire alloggi a prezzi accessibili, creare occupazione per le popolazioni meno abbienti, oppure ancora, investire in soluzioni volte a mitigare il degrado ambientale e gli effetti negativi del cambiamento climatico. Ma non saranno considerati *investimenti ad impatto* se manca l’intento dell’investitore di voler generare un impatto sociale/ambientale positivo mediante il suo investimento. Di tale intendo (generare un impatto sociale/ambientale positivo) si possono identificare diversi gradi. Si può presentare il caso in cui un investitore crea impatto nonostante la mancanza di un’intenzionalità preliminare (esito accidentale), il caso in cui si crea l’impatto necessario per il rispetto dei requisiti minimi di legge, oppure

---

<sup>4</sup> Definizione coniata dalla “JP Morgan”, Impact Investments “An emerging asset class”, global report (2010).

<sup>5</sup> Definizione coniata dall’OCSE, “Social Impact Investment: Building The Evidence Base”, (2015).

<sup>6</sup> Definizione coniata dal World Economic Forum, “From the Margins to the Mainstream”, (2013).

il caso in cui si crea impatto mediante un impegno attivo. Solo quest'ultimo caso è considerato valido per rientrare nel campo di applicazione dell'*Impact Investing*, mentre negli altri casi si potrà parlare di SRI o altre forme di investimento. Ad esempio, la fondazione CANOPUS<sup>7</sup>, la quale ha investito in energia solare in Africa con una chiara missione verso la sostenibilità ambientale, potrà essere considerata come un investitore "*Impact*". Viceversa, VantagePoint Capital Partners<sup>8</sup> pur essendo uno dei principali investitori nel settore delle rinnovabili, avendo effettuato solitamente scelte orientate al rendimento economico senza avere un chiaro intento nella realizzazione di un impatto sociale, non potrà essere considerato come *Impact investor*.

- **Aspettative di rendimento economico/finanziario:** altra caratteristica distintiva è che l'*Investimento ad impatto* prevede un ritorno finanziario sul capitale. Tale caratteristica permette di poter effettuare una distinzione tra gli investimenti ad impatto e le donazioni, in cui gli investitori non si aspettano un ritorno economico. Allo stato attuale, esiste ancora un dibattito circa il range entro cui si collocano i profili rischio - rendimento dei vari investimenti ad impatto. Non è ancora chiaro se esistono e quali sono i limiti di rendimento massimo e/o minimo affinché un investimento possa rientrare nella categoria degli *impact investment* oppure debba essere escluso.
- **Flessibilità del tasso di rendimento atteso:** gli investitori possono attendersi dagli investimenti ad impatto diversi gradi di rendimento, esso può posizionarsi al di sotto del livello medio di mercato, allinearsi al rendimento di mercato o anche essere superiore. Il problema principale, però consiste nell'identificare il "tasso di rendimento medio di mercato" a cui paragonare gli investimenti a impatto sociale. Ad oggi non esiste alcun termine di confronto direttamente utilizzabile, poiché le imprese sociali hanno spesso modelli di business innovativi, operano in mercati nuovi o poco conosciuti, e hanno spesso scarse capacità nell'implementare le analisi dei rischi. Quindi, questa caratteristica rimane principalmente una questione di aspettative degli investitori.

---

<sup>7</sup> Ulteriori informazioni su CANOPUS Foundation sono disponibili all'indirizzo: [www.canopusfund.org](http://www.canopusfund.org).

<sup>8</sup> Ulteriori informazioni su Vantage Point Capital Partners sono disponibili all'indirizzo: [www.vpcp.com](http://www.vpcp.com).

- **Misurabilità dell'impatto positivo:** la misurabilità delle prestazioni sociali e ambientali derivanti dall'investimento rappresenta un modo per garantire trasparenza e responsabilità, ed è allo stesso tempo essenziale per generare informazione e nuovi campi di applicazione di questa forma di investimento. Senza una forma di misurazione dell'impatto sociale/ambientale, un investimento non può essere considerato "*Impact*". La valutazione dell'impatto può essere effettuata in forma qualitativa (ad esempio "se è migliorata la prestazione sanitaria"), in forma quantitativa attraverso un'analisi più robusta (ad esempio "se è aumentato il numero di pazienti trattati rispetto al passato") e/o mediante la monetizzazione dei risultati (ad esempio, il collegamento di un valore per i benefici offerti a ciascun paziente trattato, nonché al beneficio alla società). La misurazione dell'impatto sociale è un tema complesso, e le difficoltà associate alla sua elaborazione hanno portato alla creazione di gruppi di lavoro, i quali hanno individuato quattro fasi principali nel processo di misurazione dell'impatto. In primo luogo, la **pianificazione**, la quale richiede un accordo su obiettivi di impatto, tra cui una selezione a priori di indicatori e la strategia per conseguirli. In secondo luogo, la **costruzione della base di conoscenze**, la quale comprende: la raccolta, l'archiviazione e la convalida di dati. Come terza fase, la **valutazione** della qualità, del livello e dell'efficacia degli effetti basandosi sull'analisi dei dati raccolti. Infine, la **revisione** dell'impatto e del processo di misurazione, al fine di fornire un contributo per futuri miglioramenti nella misurazione dell'impatto (WGIM, 2014). L'approccio più completo (ma anche più impegnativo) per la misurazione dell'impatto è una valutazione formale che permette anche la traduzione dell'impatto sociale in valore monetario. Ad esempio, i Social Impact Bonds (SIBs) richiedono che i risultati sociali prefissati vengano raggiunti prima che il pagamento sia effettuato dall'emittente. Ciò significa che l'impatto sociale non solo deve essere misurato, ma anche valorizzato in modo che bilanci gli interessi dei finanziatori e degli investitori. Sul punto si ritornerà nel paragrafo 1.6.
- **Ampiezza delle possibilità e strumenti di investimento;** gli investimenti ad impatto, si prestano ad essere effettuati mediante l'uso di diverse asset class, spaziando dal debito all'equity puro, i quali comportano differenti profili di rendimento e rischio. Sul tema si ritorna nel paragrafo 2.2 e seguenti.

Il possesso da parte di un investimento solo di alcune di queste caratteristiche non è sufficiente al fine di considerare tale investimento come “*Impact*”, infatti condizione necessaria per poter rientrare nella categoria è il possesso congiunto di tutte le caratteristiche sopra elencate e brevemente descritte.

## **1.2 Il Frame dell’*Impact Investing***

Le prime forme di investimenti a impatto erano dirette a supportare le iniziative di imprese sociali nei paesi emergenti al fine di rispondere alle necessità fondamentali della cosiddetta “base della piramide”, ossia quella gran parte di popolazione che vive con un reddito annuo di circa 2.000 dollari (O’Donohoe, et al., 2010). In questo fronte, l’accento è posto sulla garanzia dell’accesso ai servizi basilari come: la salute, l’energia elettrica, l’acqua, lo sviluppo rurale e l’istruzione della popolazione.

Tuttavia, il fenomeno dell’*Impact Investing* si riscontra anche nei mercati europei. Nel Regno Unito ad esempio, gli investimenti ad impatto si stanno configurando come una piattaforma di sperimentazione per la costruzione di partnership pubblico-privato nell’ambito delle quali gli investitori privati si mostrano disponibili ad investire risorse per finanziare progetti a contenuto sociale. In molti casi, il risparmio ottenuto dal settore pubblico nel conseguimento dell’obiettivo sociale, viene ripartito tra pubblico e privato, rappresentando per quest’ultimo una fonte di remunerazione.

Oltre a costituire una forma di investimento, l’*Impact Investing* rappresenta un’idea innovativa per rendere compatibile il mondo della finanza con il bene comune, questo approccio permette infatti di destinare capitali verso i settori più fragili dello stato sociale. Esso dunque può essere lo strumento che permetterà di rispondere ai bisogni complementari che caratterizzano la debolezza strutturale del sistema di welfare, in modo da rendere più efficiente ed efficace la spesa pubblica. Su questo fronte lo studio condotto da Accenture e Oxford Economics nel 2012, circa il gap di spesa previsto tra la domanda attesa di servizi e la capacità finanziaria di sostenerli da parte degli stati fino al 2025, mostra dei risultati allarmanti. Per il Canada, il gap ammonta a 90 miliardi di dollari USA; per la Francia a 100 miliardi; per la Germania a 80 miliardi; per l’Italia a 30 miliardi; per il Regno Unito a 170 miliardi; e per gli Stati Uniti a 940 miliardi di dollari USA<sup>9</sup>. Tali

---

<sup>9</sup> Per ulteriori approfondimenti Accenture, 2012. “Delivering Public Service for the Future: Navigating the Shifts”, disponibile su:

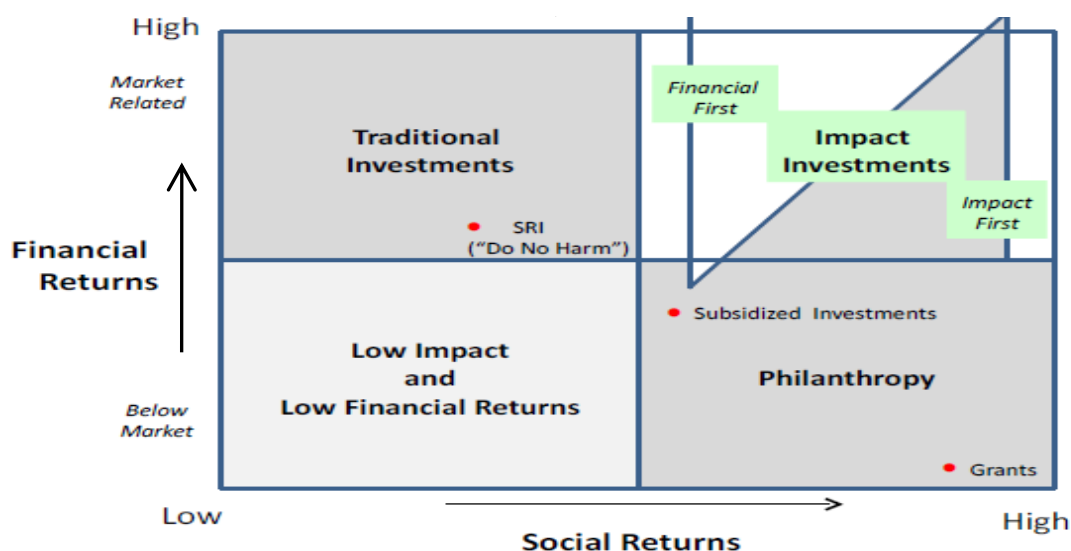


differenze infatti potrebbero essere colmate mediante i capitali privati anche se bisogna tenere a mente che in nessun modo l'*Impact Investing* debba essere considerato come un modo per “privatizzare” le prestazioni di welfare, ma piuttosto deve rimanere uno strumento per innovare e onorare le responsabilità pubbliche e rendere quindi la spesa pubblica più efficace ed efficiente.

Alla luce di quanto fin ora detto, sembra opportuno inquadrare gli Investimenti ad Impatto tra le diverse tipologie di investimento (accademiche), di seguito descritte brevemente. La Figura 2 sotto riportata fornisce una rappresentazione grafica del collocamento degli investimenti ad impatto sulla base dei ritorni finanziari e dei ritorni in termini di impatto sociale tra le principali forme di investimento (accademiche) che seguono:

- **Investimento tradizionale:** esso è mirato alla massimizzazione del ritorno economico/finanziario atteso in un dato orizzonte di tempo ponderato al livello rischio; in questo caso non si tiene conto o si tiene conto ma in modo residuale degli eventuali impatti sul sociale e nell’ambiente.
- **Investimento responsabile:** è anch’esso mirato alla massimizzazione del profitto, però in tal caso gli investitori tengono in considerazione tematiche di tipo ambientale e sociale nelle loro scelte d’investimento, al fine di mitigare il rischio riconducibile ad esse, pur non essendo mossi da una motivazione etica.
- **Investimento sostenibile (SRI):** come già descritto sopra, esso guarda gli aspetti *ESG* (environmental, social and governance) come opportunità, considerandoli dei *value drivers* in grado di creare valore economico; in questa categoria troviamo investitori che orientano le proprie scelte d’investimento verso settori/imprese in cui gli aspetti *ESG* hanno un forte peso sulla loro *mission* e sui loro *core business* e che contemporaneamente prospettino opportunità di crescita nel lungo periodo.
- **Investimento filantropico (Grant, subsidized investment):** quest’ultima categoria si caratterizza per il fatto che gli investitori sono guidati esclusivamente da valori etici e morali, che li rendono perciò completamente disinteressati agli aspetti economici e ad un eventuale ritorno economico/finanziario.

**Figura 2 Matrice delle forme di investimento**



**Fonte:** Jakson, 2011

Considerando l'interazione tra il ritorno economico/finanziario e il ritorno in termini di impatto sociale gli investimenti ad impatto presentano due sottocategorie, gli "Impact first" e i "Financial first". I primi, sono investimenti che si rivolgono a soggetti che sono disposti ad affrontare rischi maggiori o minori rendimenti rispetto al mercato, purché sia raggiunto l'obiettivo sociale/ambientale preposto. I secondi, si rivolgono principalmente a soggetti che pur avendo l'intenzione di raggiungere obiettivi di tipo sociale/ambientale, non sono disposti ad accettare un qualsiasi rendimento economico/finanziario o un elevato livello di rischio, ma fissano un range di tollerabilità entro cui decidono se investire o meno. Per molti investitori infatti, un maggior impatto sociale deve essere ricambiato da un maggior rendimento, dando quindi maggior rilievo all'obiettivo redditività. Secondo altri, la redditività e l'impatto sociale devono essere perseguiti di pari passo e quindi il rendimento finanziario dovrebbe essere proporzionale all'impatto generato dall'investimento, altri ancora invece danno maggiore priorità alla generazione di un impatto rispetto al rendimento finanziario. In definitiva, la correlazione tra i due obiettivi dipende dalle caratteristiche dell'investimento e dal tipo di impatto ricercato dall'investitore.

Andando più nel dettaglio e prendendo in esame tutte le caratteristiche degli investimenti ad impatto, tra le diverse tipologie d'investimento descritte sopra, essi occupano una particolare posizione che viene definita "la terra di nessuno" ( National Advisory Board

Report Italy, 2014), ossia coprono tutte le possibilità d'investimento interposte tra la filantropia e la sostenibilità pura, così come esposto nella Figura 3.

Nonostante, l'*Impact Investing* si colloca su un continuum, con l'Investimento Sostenibile da un lato e quello filantropico dall'altro, le differenze fra gli approcci sono significative anche se potrebbero apparire sfumate in un primo momento.

Esso pur ripercorrendo in parte la stessa strategia adottata dal SRI, si differenzia da essa su due aspetti: la ricerca esplicita degli impatti sociali e ambientali misurabili e la misurazione attiva di questi, infatti, esso è un investimento positivo realizzato in un'impresa che ha il potenziale per risolvere un problema specifico o fornire un dato servizio.

**Figura 3 Continuum dell'impatto**



**Fonte:** National Advisory Board Report Italy, 2014

Il modo migliore per trasmettere questa distinzione è quello di costruire un esempio, un investitore SRI con la missione di ridurre la violenza a mano armata potrebbe creare un portafoglio di investimenti che esclude le aziende "cattive", cioè le aziende produttrici di armi, invece, l'*impact investor* indirizzerebbe i capitali verso un'impresa che sta attivamente lavorando per affrontare il problema della violenza derivante dalle armi, mediante il rastrellamento delle armi e la loro trasformazione in oggetti in metallo di uso comune.

L'investimento filantropico, invece, definito da John D. Rockefeller III (2007) come “*un investimento in attività caritatevoli meno convenzionali rispetto a quelle normalmente svolte da organizzazioni caritatevoli di pubblica istituzione*”, investe le risorse in start-up o organizzazioni non-profit in rapida crescita, selezionate mediante uno screening positivo.

È importante sottolineare che tale approccio non fornisce ai destinatari solo fondi monetari, ma anche altri servizi di assistenza, quali ad esempio: la stesura di business plan e la creazione di un sistema di governance efficiente. Lo scopo dei filantropi è quello di aumentare l'impatto del loro finanziamento per il sostegno all'innovazione, rischiando anche il fallimento, e in ultima analisi, contribuire ad individuare e scalare orientamenti al cambiamento sociale e ambientale che siano efficaci, efficienti e sostenibili, senza alcuna pretesa di ritorno economico. Anche in questo caso l'*Impact Investing* si differenzia, perché può integrare la filantropia e essere usato dai filantropi, ma non è una forma di investimento filantropico dato che una delle caratteristiche essenziali è rappresentata dalle aspettative di ritorno economico/finanziario. A tal proposito uno studio del 2010 a cura di J.P. Morgan, basato su una ricerca condotta sugli investitori nel settore dell'*Impact Investing*, ha rilevato che i rendimenti attesi di molte operazioni di investimento nei mercati emergenti rientrano ampiamente nella fascia dell'8-11,9 % per gli investimenti obbligazionari e nella fascia del 20-24,9 % per gli investimenti in equity. Per contro, i rendimenti attesi nei mercati dei paesi sviluppati si aggirano, rispettivamente, intorno al 5-7,9 % per gli investimenti obbligazionari e intorno al 15-19,9 % per gli investimenti azionari (Arosio, 2011).

### **1.3 Sviluppo e composizione del mercato *Impact Investing***

Nonostante il mercato dell'*Impact Investing* abbia subito una crescita interessante negli ultimi anni di circa del 67%<sup>10</sup> e ha suscitato sempre maggiore interesse nelle fondazioni, negli investitori e nei policy makers, esso è ancora nella fase di sviluppo “early stage” e rimane un mercato di nicchia rispetto ai più evoluti Investimenti Socialmente Responsabili. Ad oggi i dollari gestiti nel mercato *Impact Investing* ammontano a circa 60 miliardi (Saltuk, et al., 2015), che confrontati con i 21.400 miliardi di dollari (GSIA, 2015) gestiti nel mercato SRI rappresentano appena lo 0,28%. Non bisogna soffermarsi però solo sui numeri, poiché bisogna tener conto che il mercato dell'*Impact Investing* e quello degli SRI oltre per le differenze delineate nel precedente paragrafo, si differenziano su un altro aspetto legato ai volumi dei due mercati. Tale differenza è data dal fatto che gli Investimenti Socialmente Responsabili riguardano tipicamente investimenti attuati nel mercato dell'azionariato e quindi il mercato secondario; mentre l'*Impact Investing* opera principalmente nel mercato di attrazione dei capitali, ossia il mercato primario. In termini assoluti quest'ultimo gestisce un ammontare di capitali che è di gran lunga inferiore rispetto a quelli gestiti nel mercato secondario. Di conseguenza il fatto che tale mercato abbia dei volumi inferiori rispetto al più sviluppato settore degli SRI è giustificabile introducendo nell'analisi anche questo aspetto.

#### **1.3.1. La domanda del settore *impact***

Ancora oggi consiste in una sfida identificare la domanda dell'*Impact investing*, perché, nonostante sia chiaro che i “capitali Impact” dovrebbero essere destinati alla risoluzione di problemi sociali e ambientali, non sono ancora stati identificati quali bisogni sociali rientrano nel mondo *impact* e quali, invece, possono essere esclusi perché soddisfatti diversamente. A tal riguardo esistono opinioni differenti fra loro, sulla base del contesto in cui operano e le prospettive degli attori. Le due opinioni maggiormente condivise sono quella sostenuta dal GIIN<sup>11</sup>, secondo cui i bisogni oggetto dell'*impact investment*

---

<sup>10</sup> La crescita riguarda gli anni dal 2010 al 2014, considerando come dato di partenza 36 miliardi fonte: Martin, M., 2014. Come rendere appetibile l'Impact Investing. Working paper a cura di Impact Economy, Volume 4.

<sup>11</sup> Global Impact Investment Network.

riguardano: Agricoltura, Energia, Ambiente, Servizi Finanziari, Microfinanza, ICT, Acqua e Igiene, Salute, Housing Sociale, Istruzione; e quella sostenuta dalla Social Impact Investment Task Force (SIITF), che identifica la disoccupazione, la disabilità, la demenza, la giustizia, i bisogni legati ai bambini e alle loro famiglie, la salute, l'housing sociale e l'istruzione, quali ambiti verso cui devono essere destinati i capitali impact. È facile notare che in entrambe le opinioni vi sono degli ambiti condivisi nel caso specifico l'housing sociale, la salute e l'istruzione, ma allo stesso tempo è sorprendente osservare che le aree target condivise siano così limitate, quindi ciò permette ancora una volta di affermare che non esiste un'idea univoca circa gli ambiti verso cui possono essere destinati i capitali ad impatto.

Il ruolo svolto da questi capitali è cruciale per il raggiungimento degli obiettivi fissati negli diversi ambiti, infatti, in generale, il sostegno finanziario rappresenta una condizione necessaria, anche se non sufficiente, per il progresso dei settori sopra elencati. Ad esempio, nel settore dell'**istruzione** permetterebbe agli istituti scolastici di poter offrire migliori servizi a costi più moderati, consentendo così un grado di alfabetizzazione minimo anche a quei soggetti facenti parte della “Base della piramide”<sup>12</sup>; nel settore **sanitario** permetterebbe di fornire un'assistenza sanitaria completa e equa anche alle popolazioni meno ambienti. In materia di **acqua e servizi igienici**, ulteriori capitali permetterebbero un accesso universale ai servizi idrici riducendo anche il rischio di diffusione di malattie infettive; in tema di **energia** consentirebbero l'accesso universale all'energia elettrica; infine in tema di **agricoltura e cibo** maggiori capitali a disposizione porterebbe allo sviluppo economico delle popolazioni che sopravvivono con l'agricoltura, con conseguente riduzione della malnutrizione.

Greenhill e Romill (2013) quantificano i potenziali gap di finanziamenti annui a livello globale necessari per raggiungere gli obiettivi prefissati per il 2025 nei settori istruzione, sanità, energia, acqua e servizi igienici, agricoltura, i quali costituiscono alcuni degli ambiti verso cui i capitali impact possono essere indirizzati (Greenhil & Ali, 2013). Questi sono rappresentati nel grafico della Figura 4.

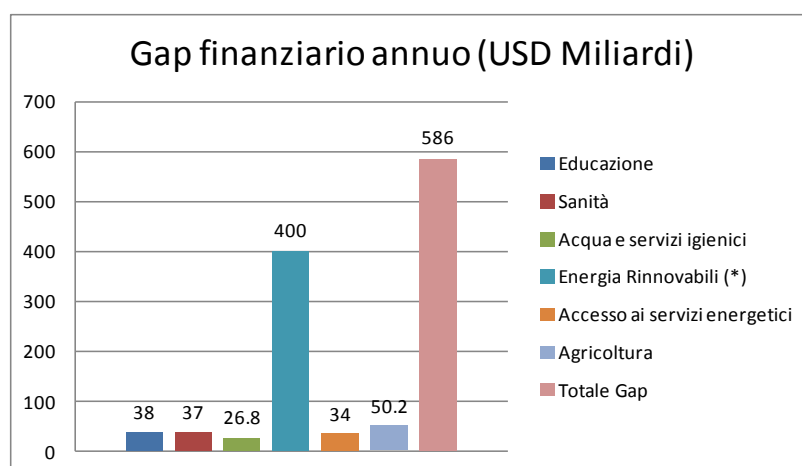
Secondo quanto affermato dagli stessi Autori il gap potrebbe essere ancora maggiore, poiché i dati potrebbero essere stati sottostimati data la difficoltà endogena di una stima di questa portata.

---

<sup>12</sup> Si tratta di quella fascia di popolazione che vive con un reddito annuo inferiore ai 2000 Dollari.

Ai fini dell'analisi che ci si propone di svolgere in questo lavoro, tali dati forniscono un'idea immediata della domanda potenziale dell'impact investment, poiché rappresenta un'ottima proxy, ma allo stesso tempo si da per certo che essa non potrà coincidere con il gap di fabbisogno finanziario del settore pubblico, per i seguenti motivi: primo, come già discusso sopra, i capitali impact si prestano a essere indirizzati non solo a questi settori ma possono essere destinati anche verso altri bisogni latenti non ancora espressi dalla fascia di

**Figura 4 Gap finanziario annuo stimato**



(\*) Rappresenta il gap per la costruzione di impianti che producono una quantità di energia “pulita” tale da sostituire l’uso dei combustibili fossili

**Fonte:** Greenhil & Ali, 2013

popolazione mondiale che rientra nella c.d. “Base della Piramide”, la quale secondo una stima sviluppata da Mckinsey ingloberà 4,2 miliardi di persone<sup>13</sup>.

Secondo, perché il settore privato non potrà farsi carico di provvedere tutte le risorse necessarie per ottemperare ad una responsabilità per sua natura di carattere pubblicistico, quale quella di fornire beni/servizi sociali adeguati.

In aggiunta, nell’analizzare la domanda del mondo impact è importante tenere conto anche di fattori, come il contesto dei beneficiari o il tipo di bene/servizio che si va a fornire. Prendendo in esame il contesto in cui vivono i beneficiari, è possibile catalogare determinate operazioni come “operazioni impact” pur essendo tipicamente oggetto di

<sup>13</sup> Per approfondimenti si veda: Michael Drexler e Abigail Noble, (Settembre 2014). “Charting the Course: How Mainstream Investors can Design Visionary and Pragmatic Impact Investing Strategies”, World Economic Forum e Deloitte.

investimenti tradizionali, si pensi ad esempio alla fornitura di servizi finanziari, se sono offerti a soggetti che vivono in paesi in via di sviluppo, potranno apportare un contributo all'evoluzione economica di quei popoli e quindi avere un impatto sociale rilevante, mentre se sono offerti a soggetti appartenenti a paesi sviluppati l'impatto è minimo. Allo stesso modo, esaminando il bene/servizio offerto mediante l'investimento, un'operazione può essere qualificata come impattante solo nel caso in cui il bene/servizio permetta contemporaneamente di ottenere un impatto sociale sistemico e un guadagno di efficienza per il soggetto che usufruisce del bene/servizio, un esempio è dato dalla fornitura di alloggi a prezzi accessibili (Housing sociale).

Alla luce di quanto detto, considerando l'incremento della popolazione mondiale che nel 2050 si prevede arriverà a 9 miliardi di persone<sup>14</sup>, considerando anche il progressivo aumento delle aspettative di vita e di conseguenza il progressivo invecchiamento della popolazione, si può affermare con convinzione che la domanda dell'*Impact Investing* subirà un incremento notevole negli anni a venire anche se ad oggi risulta difficile una quantificazione puntuale.

Un ulteriore sfida consiste nello stabilire quale tipologia di organizzazione opera dal lato della domanda nel mondo dell'*Impact Investing*. Ad oggi, non è ancora chiaro quali tipologie di organizzazioni e enti possono essere considerati come recipienti dei capitali ad impatto, la letteratura mostra che le definizioni di impresa sociale sono cambiate nel tempo e sono fortemente influenzate dalle differenze di contesto sociale, economico e geografico. La Social Impact Investment Taskforce istituita in occasione del G8 (2014), identifica i principali attori dal lato della domanda dell'*Impact Investing* in:

- Imprese Sociali in senso stretto
- Istituzioni no-profit
- Enti di beneficenza (Fondazioni)
- Organizzazioni finanziate da concessioni che svolgono attività di trading
- Trust di sviluppo
- Cooperative
- Organizzazioni con scopi sociali
- Enti pubblici fornitori di servizi

---

<sup>14</sup> <http://www.unric.org/it/attualita/22580>.



Anche su questo fronte non è possibile stimare in maniera puntuale quanti e quali saranno gli attori che operano dal lato della domanda, poiché gli attori operanti in ambito sociale assumo forme organizzative diverse da paese a paese. Inoltre, lo sviluppo di un florido sistema di organizzazioni sociali che sfruttino i capitali derivanti dagli investitori ad impatto, risulta essere legato all'operato dei governi nel garantire leggi chiare e incentivi che incoraggiano tali attori. Sempre più attori sociali cercano di aumentare infatti il loro impatto e la loro sostenibilità generando ricavi, facendo venir meno il tabù secondo cui la stessa organizzazione non può perseguire sia un profitto che impatto sociale. La crescita degli attori operanti nel sociale ha subito un'accelerazione negli ultimi anni, oggi nel settore sociale operano in prevalenza organizzazioni e imprese sociali, le quali rappresentano più del 5% del PIL in diversi paesi, tra cui Canada, Germania, UK e USA e impiegano circa il 10% della forza lavoro; in Italia il fenomeno è più accentuato, infatti il settore sociale costituisce il 15% del PIL nazionale (Social impact investment taskforce G8, 2014).

Questa crescita include anche le imprese che decidono di mettere un missione sociale al centro del loro modello di business e le organizzazioni sociali che vogliono attirare ulteriori capitali, oltre le tradizionali sovvenzioni governative e donazioni di beneficenza. Però, affinché il settore sociale possa esprimere il suo vero potenziale si avrà la necessità di un sostanziale aumento delle capacità delle organizzazioni per la gestione e distribuzione dei capitali attratti, al fine di poter generare maggiore impatto; per migliorare tali capacità si presume un'esigenza maggiore di fonti finanziarie che possono essere fornite dall'impact investments.

Sulla base di quanto detto fin'ora e in accordo con la Social Impact Investment taskforce, una delle ragioni più forti nell'essere ottimista circa le prospettive della domanda per gli investimenti ad impatto è il numero crescente di imprenditori sociali che applicano la loro energia creativa per trovare modi innovativi e sostenibili nell'affrontare i problemi sociali.

### ***1.3.2. Offerta: fornitori e intermediari dei capitali destinati ad avere un impatto sociale/ambientale***

Come già anticipato nelle prime pagine di questo lavoro lo sviluppo dell'*Impact Investing* si ha avuto solo negli ultimi anni, mentre la voglia degli investitori di "fare del bene"

mediante le loro scelte d'investimento è un fenomeno che dilaga nel mondo della finanza già da diversi anni. I soggetti che investono in attività con il fine di fornire soluzioni ai bisogni sociali e ambientali rappresentano una buona fetta del mondo degli investitori, e si differenziano per caratteristiche, forma organizzative, grandezza o semplicemente per i settori in cui operano. Essi possono essere raggruppati principalmente nelle seguenti categorie:

- Autorità governative (Transnazionali, Nazionali, Regionali, Locali);
- Fondazioni e Enti caritatevoli;
- Fondi sociali di venture capital;
- Fondi filantropici di venture capital;
- Investitori istituzionali e banche;
- Imprese (ad esempio la Danone sta collaborando con Grameen per affrontare la malnutrizione nelle aree sottosviluppate del pianeta);
- High Net Worth Individuals (HNWI) e family offices;
- Piccoli investitori al dettaglio (Equity e Debt Crowdfunding);
- Fondi dormienti;

Questi soggetti e enti sono solo una parte degli operatori dal lato dell'offerta dell'*Impact Investing*, infatti rappresentano i fornitori dei capitali necessari. Considerando l'offerta in senso più ampio, nella classificazione devono rientrare altri attori, a volte rappresentati anche dagli stessi fornitori di capitali che operano sotto altra veste, i quali operano come intermediari. Gli intermediari forniscono i collegamenti tra gli investitori e la domanda sul mercato e forniscono nuove e innovative soluzioni per migliorare l'efficienza del mercato. Essi svolgono importanti funzioni, come la creazione di liquidità, facilitano i meccanismi di pagamento che aiutano a ridurre i costi e i rischi di mercato (WEF, 2013). La mancanza di intermediazione efficace nel mercato degli investimenti ad impatto sociale si tradurrebbe, infatti, in maggiori costi di transazione derivanti dalla frammentazione della domanda e dell'offerta (OCSE, 2015). Questi attori tipicamente definiti come “intermediari del mercato impact” includono:

- **Istituzioni finanziarie per lo sviluppo (DFI)**, rappresentate da enti inizialmente capitalizzati da contributi pubblici come l'International Finance Corporation (IFC), la European Bank for Reconstruction and Development (“EBRD”), la Overseas

Private Investment Corporation (“OPIC”) negli USA e la Commonwealth Development Corporation (“CDC”) nel Regno Unito.

- **Fondazioni private** come la fondazione Rockefeller, Omidyar Network negli Stati Uniti, la fondazione Esmée Fairbairn nel Regno Unito e la fondazione Oltre in Italia per citarne alcune delle più attive.
- **Istituzioni finanziarie su larga scala** come JP Morgan e Citigroup.
- **Gestori di patrimoni privati** come Capricorn Investment Group e New Island Capital negli Usa.
- **Banche commerciali e sociali** come la Triodos Bank e la Charity Bank nel Regno Unito.
- **Gestori di fondi pensione e compagnie assicurative** come PGGM in Olanda e TIAA\_CREF negli USA
- **Gestori di fondi di investimento sociale** come ResponsAbility in svizzera e Root Capital negli USA.
- **Social Stock Exchanges** come il Social Stock Exchange (SSE) Londinese, il Nexii in Sud Africa e l’Impact Investment Exchange (IIX) Asia a Singapore.

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

Fino ad oggi sulla base degli studi condotti dal World Economic forum, gli investitori ad impatto sociale più attivi sono stati gli High Net Worth Individuals (HNWI) e gli Family offices, data la loro maggiore flessibilità ed autonomia nelle scelte di investimento rispetto agli altri investitori (WEF, 2013), anche se per lo più hanno preferito investire in fondi di investimento maggiormente strutturati anziché esporsi con investimenti diretti.

Un ruolo importante hanno ricoperto le fondazioni private. Esse essendo indipendenti da enti pubblici e dai mercati possono assumersi un rischio maggiore rispetto agli altri investitori privati, riuscendo quindi a fornire il c.d. “capitale paziente”, il quale, permette loro di avere la libertà di esplorare e creare metodi innovativi per affrontare le sfide sociali, economiche e ambientali. Grazie a questa libertà esse costituiscono i primi soggetti che hanno svolto un ruolo fondamentale nello sviluppo e nella partecipazione al mercato dell’*Impact Investing*. Ad esempio la fondazione Rockefeller è stata una delle prime fondazioni ad occuparsi della creazione di strutture e network che permettessero lo sviluppo del mercato

dell'*Impact Investing*, mentre altre come ad esempio la Fondazione Bertelsmann in Germania, ha svolto un ruolo di "catalizzatore" del capitale e di investitore attivo.

Alcuni fondi pensione, compagnie di assicurazione e altri investitori istituzionali si sono inseriti in questo mercato solo di recente. Tuttavia, questi investitori tradizionali tendono a concentrarsi su investimenti con un ritorno finanziario capace di ripagare il rischio di mercato acquisito, ciò anche a causa di responsabilità fiduciarie che sono tenuti a rispettare. Contemporaneamente, sono diverse le aziende private, le banche di investimento, banche private e fondi di private equity che stanno esplorando le diverse aree dei settori sociali a cui possono fornire capitali ricevendo un adeguato ritorno finanziario.

Anche i singoli cittadini, definiti come investitori retail, danno il loro contributo attraverso i fondi pensione con un elemento di ritorno sociale, come ad esempio i "Fondi di solidarietà" in Francia. Questi fondi sono regolati da Finansol, un'associazione che opera per la finanza etica e gestiti in collaborazione con le banche, istituzioni di microfinanza e le imprese di investimento (OCSE, 2015). Le piattaforme crowdfunding stanno inoltre fornendo sempre più l'accesso agli investitori retail al sostegno delle imprese sociali, mediante il lending crowdfunding o debt crowdfunding, mentre meno sviluppato è l'equity crowdfunding, il quale non è consentito in molti paesi a causa delle regole per la tutela degli investitori.

I Fondi sociali di venture capital iniziarono a orientarsi verso il mondo impact più di dieci anni fa, e stanno diventando sempre più diffusi. Tuttavia, la maggior parte dei fondi sono giovani e piccoli, spesso senza un track record, il che rende difficile attirare nuovi investitori istituzionali (ICF GHK, BMG Research, 2013). Questi di solito seguono un modello basato sul capitale di rischio, ma possono anche includere un mix di strumenti diversi dal patrimonio netto. Come i fondi di venture capital tradizionali, anche i fondi sociali di venture capital attuano investimenti con un approccio di portafoglio per bilanciare rischi e ritorni.

Il numero di fondi di investimento sociale è in aumento, alcuni di questi fondi sono indipendenti, mentre altri sono affiliati con le grandi banche o istituti di sviluppo. Questi generalmente tendono a concentrarsi su alcuni settori, aree geografiche o fasi di investimento e in genere sono orientati verso rendimenti di mercato. Investono attraverso un mix di strumenti tra cui: sovvenzioni, prestiti e investimenti azionari agevolati, inoltre i

gestori hanno spesso un stretto rapporto con le organizzazioni che sostengono, guidandole verso modelli innovativi e scalabili di cambiamento sociale. Alcuni di questi gestori si occupano anche della governance di queste organizzazioni, sebbene la maggior parte sono coinvolti solo a livello strategico e operativo.

Nel corso degli ultimi anni si è assistito anche alla creazione di mercati sociali di tipo azionario. I principali includono il Social Stock Exchange (SSE) di Londra, il Nexii in Sud Africa, e l'Impact Investment Exchange (IIX) Asia a Singapore. Questi mercati indirizzano i capitali verso le imprese più piccole e ad alta crescita in settori quali la sanità, l'istruzione, l'ambiente, l'housing sociale, la silvicoltura sostenibile e l'agricoltura biologica e verso altri bisogni della "base della piramide". Cercano quindi di costruire una piattaforma che permetta alle imprese sociali di attirare capitali da tutti quei soggetti che sono alla ricerca sia di un impatto sociale/ambientale, sia di un ritorno finanziario.

Infine, il settore pubblico svolge chiaramente un ruolo centrale attraverso la messa in funzione di servizi sociali per le amministrazioni nazionali, enti locali e altre agenzie governative, nonché attraverso il sostegno diretto o indiretto del mercato *Impact Investing* e l'abbattimento delle barriere allo sviluppo di tale mercato.

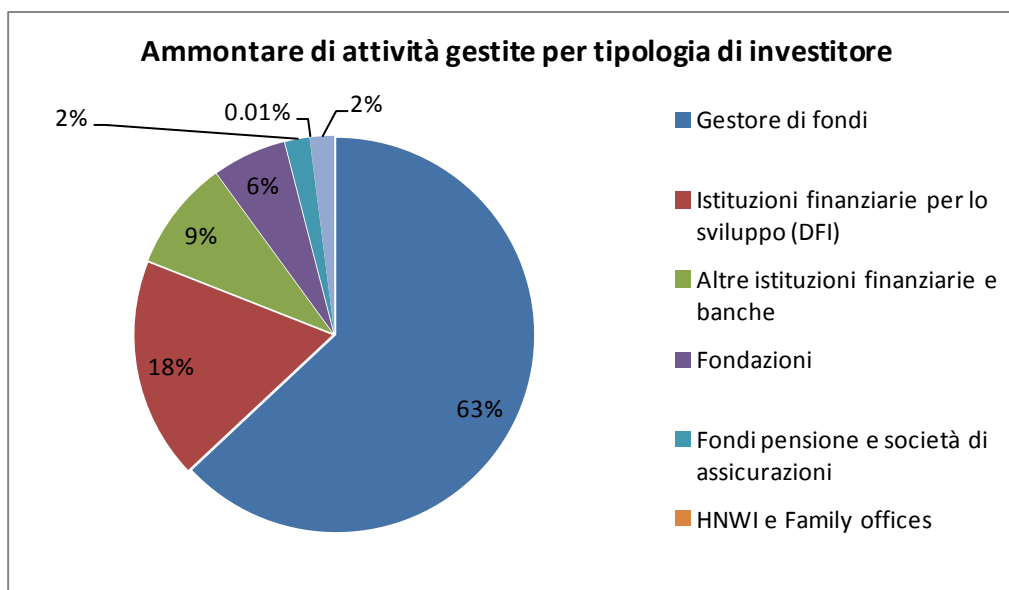
Tutti questi operatori costituiscono una nuova generazione di investitori e intermediari, i quali contribuiscono allo sviluppo del nuovo approccio "*Outcome-oriented*" cioè orientato ai risultati, in cui viene privilegiato l'impatto sociale che è effettivamente generato da un intervento e vissuto dai beneficiari. In base a questo modello, l'obiettivo dell'azione posta in essere è quello di generare un cambiamento positivo, a differenza della più tradizionale impostazione basata sugli output finanziari ( National Advisory Board Report Italy, 2014). In definitiva prendendo in esame il modo di agire, gli investitori impact basano le loro scelte d'investimento su tre dimensioni: Rischio, Rendimento, e impatto sociale/ambientale misurabile, considerando quest'ultima come parte più o meno integrante del rendimento derivante dall'investimento. Proprio sul fatto di privilegiare la terza dimensione (impatto) rispetto alla seconda (rendimento) nell'effettuare una scelta d'investimento, si impernia la distinzione tra investitori "*Financial First*" e "*Impact First*".

Sono considerati "*Financial First*" come precedentemente spiegato gli investitori che nella scelta d'investimento sono condizionati principalmente dal rendimento finanziario che possono ottenere, questi sono tipicamente: gestori di fondi privati, fondi pensioni e fondi di

investimento (private equity), HNWI and family offices, e banche commerciali. Di contro gli investitori “*Impact First*” sono coloro che preferiscono sacrificare il rendimento finanziario purché sia raggiunto lo scopo sociale/ambientale prefissato, considerando questa terza dimensione come rendimento dell’investimento; tra questi ritroviamo: Istituzioni finanziarie per lo sviluppo (DFI), fondazioni e enti caritatevoli, autorità governative, fondi sociali di venture capital e di venture philanthropy. Spesso capita che le due tipologie d’investitori si ritrovano ad operare insieme costituendo le cosiddette “*Layered structures*”. Queste struttura nascono quando vengono combinati i capitali derivanti sia da soggetti guidati dalla motivazione finanziaria sia dai soggetti il cui scopo principale è la generazione di un impatto sociale. In queste occasioni, gli investitori Impact accettano un tasso di rendimento più basso consentendo all’altra tranche dell’investimento di essere attraente per gli investitori finanziari, orientati al rendimento. Questo rapporto simbiotico, permette ai *Financial first* di ottenere rendimenti ai tassi di mercato e agli *Impact first* di poter sfruttare al massimo il loro capitale d’investimento raggiungendo così un più significativo impatto sociale rispetto a quello ottenuto nel caso avrebbero operato da soli. Da un recente studio condotto dalla JP Morgan in collaborazione con il Global Impact Investing Network, è emerso che l’ammontare delle attività gestite nel mercato dell’*Impact Investing* nel 2014 era pari a 60 miliardi di dollari statunitensi. Tra gli investitori che gestiscono tali capitali la percentuale più alta pari a circa il 63% è rappresentata da gestori di fondi, seguiti dalle istituzioni finanziarie per lo sviluppo (DFI) con un 18% e da altre istituzioni finanziarie e banche con un 9%. Mentre una quota minore è direttamente gestita da fondazioni 6%, fondi pensioni e compagnie assicurative 2% e High Net Worth Individuals e family offices 0.1% (Saltuk, et al., 2015). (Figura 5)

Sebbene dallo studio risulti che gli HNWI e gli Family Offices gestiscono solo lo 0.01% non si ha contraddizione con quanto affermato nelle pagine precedenti, circa il fatto che essi sono gli investitori più attivi nel mercato degli investimenti a impatto. Ciò per due ragioni principali: in primo luogo, come già detto, essi hanno preferito investire i loro capitali in fondi d’investimento strutturati meno rischiosi rispetto agli investimenti diretti, infatti lo stesso studio rileva che ben il 19% del totale dei capitali gestiti dai fondi sono forniti dagli HNWI e dagli Family Offices. In secondo luogo in termini di risorse gestite questi rappresentano una piccola nicchia nel mondo degli investitori.

**Figura 5 Percentuale di attività gestite per tipologia**



**Fonte:** Saltuk et al, 2015

Inoltre, bisogna prendere in considerazione anche che lo studio è stilato su un'indagine campionaria in cui il campione è formato 145 unità statistiche che per il 57% sono fund manager e solo l'1% sono HNWI e Family offices. Un campione così composto può comportare una distorsione dei risultati osservati, così come specificato dagli stessi autori; ma allo stesso tempo, dato il recente sviluppo del settore, questo appare il miglior metodo per ottenere un track record del mercato e poter sviluppare delle stime prospettiche (OCSE, 2015).

#### **1.4 Il matching tra domanda e offerta dei capitali**

Dopo aver compreso quali attori operano dal lato della domanda e dal lato dell'offerta dell'*Impact Investing* è importante capire due aspetti fondamentali per poter identificare gli eventuali punti di incontro. È importante capire verso quali regioni del mondo gli investitori orientano le loro scelte d'investimento e quali tra i settori potenziali identificati all'interno della domanda sono quelli oggetto d'investimento.

Iniziando con il primo aspetto, ossia verso quali regioni, si può affermare che gli impact investments possono liberamente operare sia nei paesi emergenti<sup>15</sup> sia nei paesi già sviluppati, ovviamente saranno diversi i ruoli, gli obiettivi e il modus operandi adottati nelle diverse aree geografiche, in cui si hanno diverse tipologie di bisogni e di necessità. I Paesi in cui questo nuovo approccio d'investimento sta dilagando sono principalmente quelli maggiormente sviluppati, in cui risiede circa il 90% degli investitori mondiali (Saltuk, et al., 2015). Guardando invece verso dove sono indirizzati gli investimenti la situazione non è così estrema, infatti, si ha una quasi equidistribuzione dei capitali investiti anche se sono maggiori quelli indirizzati in paesi in via di sviluppo o emergenti (51%), ciò è confermato anche dal fatto che gli investitori che investono più della metà dei loro capitali in paesi emergenti rappresentano circa il 56% del totale degli investitori oggetto dello studio condotto dalla JP Morgan in collaborazione con il GIIN (2015). In particolare i capitali impact sono distribuiti nei vari paesi del mondo in piccole quote, ad eccezione del Nord America (USA e Canada) in cui sono gestiti il 40% dei 60 miliardi di dollari, come si può notare nella Figura 7.

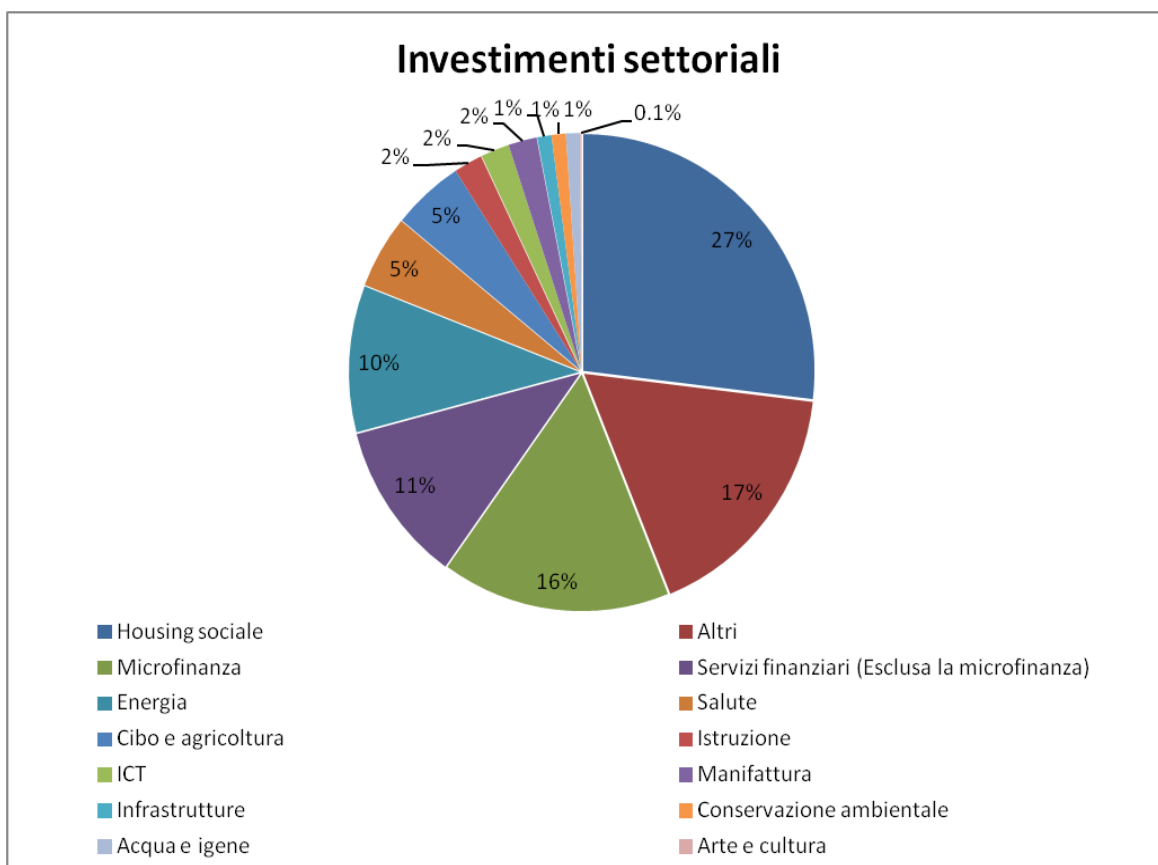
Prendendo in esame il secondo aspetto, ossia verso quali settori gli impact investors orientano i loro capitali, si ha che tra i diversi settori indicati come potenziali, la JP Morgan individua i settori dell'Housing sociale, della Microfinanza e altri ambiti non specificati come principali attrattori di capitali impact, con quote rispettivamente del 27%, 16% e 17%. A questi seguono seppur con quote inferiori altri settori di grande importanza quali i servizi finanziari di base esclusa la Microfinanza (11%), l'energia (10%), la salute (5%) e l'istruzione (2%). (Figura 6)

---

<sup>15</sup> Ai fini di questa analisi sono considerati paesi emergenti: l'Africa ripartita in Africa Sub-Sahariana, Africa centro-orientale & nord Africa, l'Asia ripartita in Sud, est & sudest e Asia centrale, America Latina e paesi caraibici, Europa dell'est, Russia, mentre USA, Canada, Europa centro-occidentale e Oceania vengono identificati come Paesi già sviluppati.



**Figura 6 Distribuzione investimenti nei diversi settori potenziali**



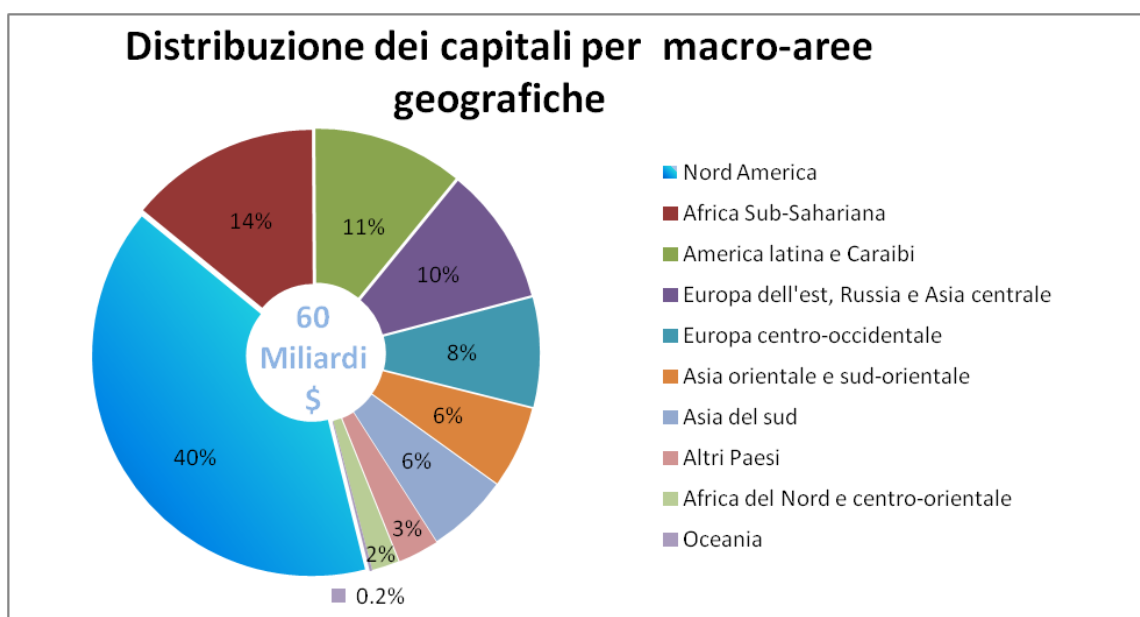
**Fonte:** GIIN, JP Morgan 2015

Tutto ciò è coerente con quanto affermato fin ad ora, circa l'indirizzamento dei capitali verso i paesi in via di sviluppo e con il fatto che l'*Impact Investing* fornisce capitali privati a settori non finanziabili dal settore pubblico attraverso le proprie risorse. Infatti, è proprio in questi paesi e in questi settori che si è registrato negli ultimi anni un elevato gap tra quanto necessario e quanto effettivamente corrisposto da parte degli stati.

I capitali forniti dagli investitori raggiungono i settori e le imprese a cui sono indirizzati tipicamente passando mediante fondi di investimento comuni ben strutturati, anche se non è raro osservare investimenti diretti in imprese sociali o altre istituzioni che ricoprono un ruolo attivo a livello sociale/ambientale.

Gli investitori quando decidono di investire calibrano e indirizzano le loro scelte di investimento sulla base della loro propensione al rischio e dei loro obiettivi di rendimento, questo fa sì che un investitore può decidere di immettere i propri capitali in start-up (altamente rischiose), così come può decidere di indirizzarli verso imprese già mature

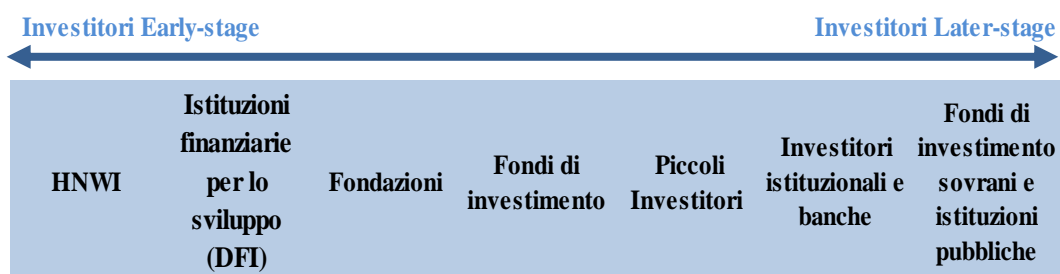
**Figura 7 Distribuzione dei capitali per macro-aree geografiche**



**Fonte:** Saltuk, et al., 2015

“cash cow” (meno rischiose). Considerando questa caratteristica nel mondo dell’*Impact Investing* si ha che i fornitori di capitali possono essere distribuiti lungo un asse in cui si trova ad un estremo l’investitore early-stage e dal lato opposto l’investitore later-stage, come si può notare nella Figura 8.

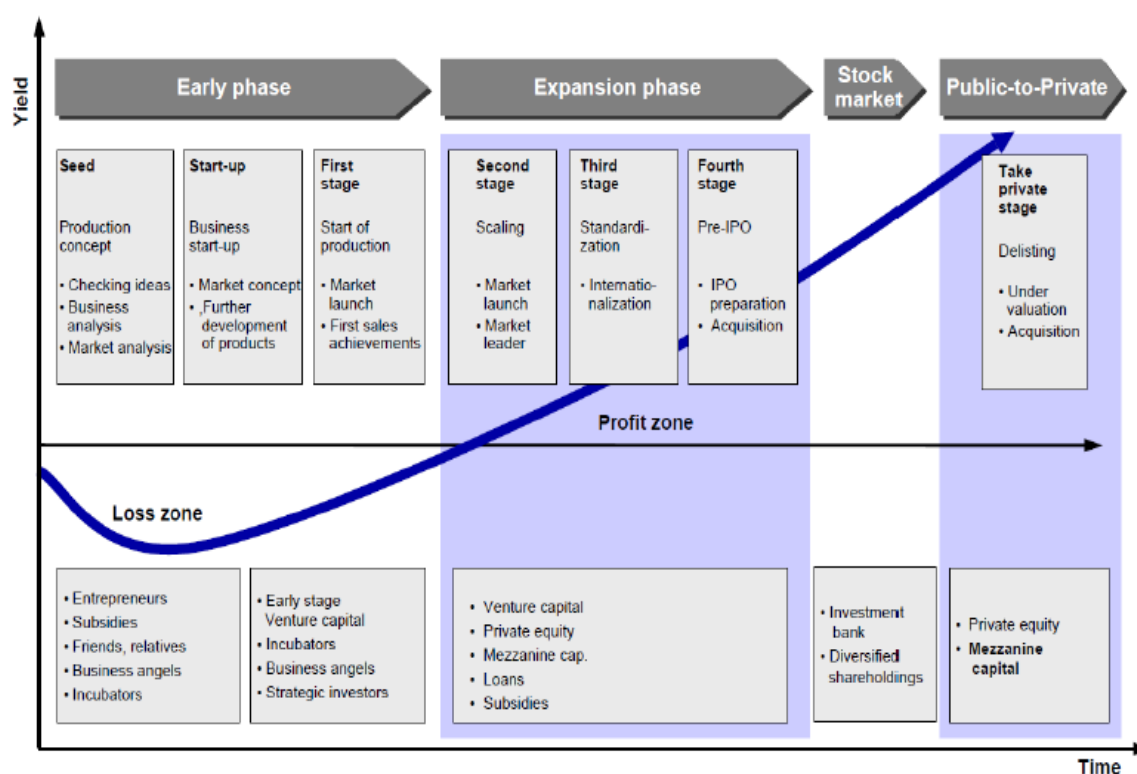
**Figura 8 Distribuzione degli investitori ad impatto sociale**



**Fonte:** Elaborazione propria

Investire in uno stadio anziché in un altro, presuppone che l'investitore adotti strategie adeguate che gli permettono di ottenere il miglior rapporto impatto - rendimento finanziario. Una buona rappresentazione grafica raggruppante gli stadi che un'impresa affronta nel tempo (Early-stage, Expansion-stage, Stock market stage, Public-to-Private stage), le strategie e gli strumenti di finanziamento ritenuti più adatti dagli esperti per ogni stadio, è data dalla Figura 9.

**Figura 9** Le strategie di finanziamento rispetto agli stadi di vita di un business



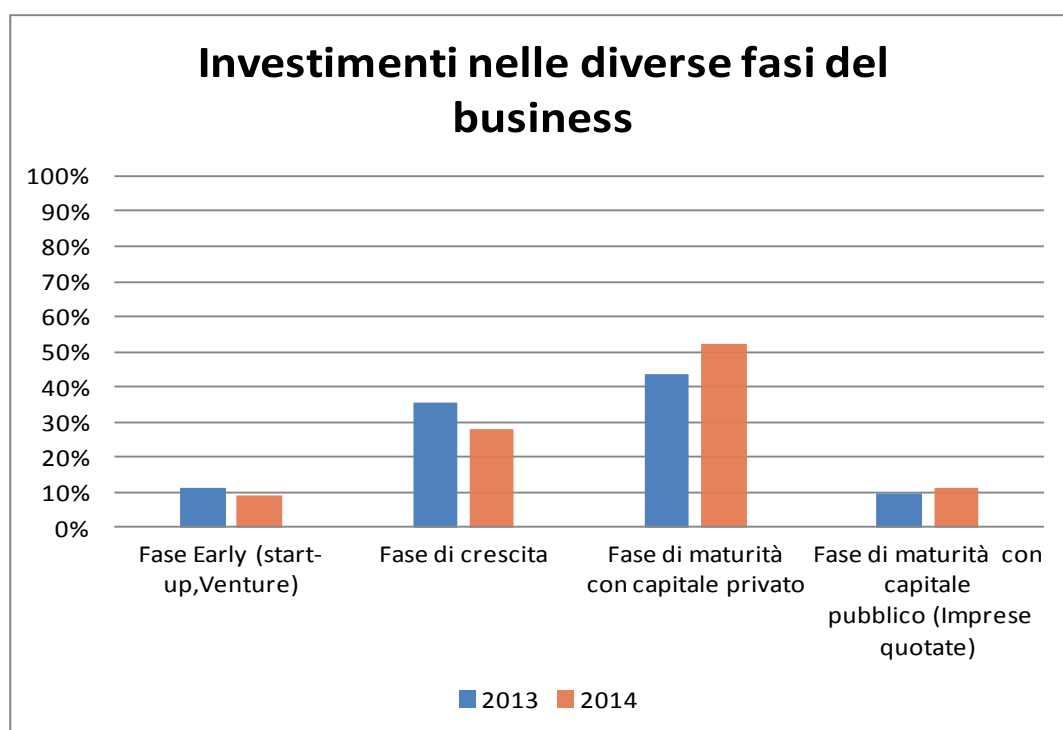
Fonte: OCSE 2015

Recenti studi condotti sul mercato dell'*Impact Investing* evidenziano che gli investitori preferiscono concentrare i loro investimenti in imprese che hanno già superato la Early phase (Start-up e Venture), a cui è legato un elevato rischio. In altre parole, si tratta di imprese che hanno affermato il loro business sul mercato e stanno attraversando la fase di crescita o addirittura si trovano in stadi di maturità più avanzati quali ad esempio il pre-IPO o nella fase successiva in cui l'impresa risulta ad essere quotata.

L'investimento in imprese che si trovano in stadi successivi rispetto a quello del Venture rapportato al totale degli investimenti ad impatto sociale incide per l'89% nel 2013 e il 91% nel 2014 (Saltuk, et al., 2015).

Mentre gli investimenti effettuati in imprese che stanno attraversando la fase di crescita incidono per il 35% nel 2013 e il 28% nel 2014, quelli nella fase pre-IPO, in cui le imprese hanno raggiunto la maturità ma il capitale è ancora privato, incidono per il 43% nel 2013 e il 52% nel 2014, infine quelli indirizzati ad imprese che sono già quotate sui mercati azionari incidono per il 10% nel 2013 e per il 11% nel 2014 come illustrato nella Figura 10.

**Figura 10 Investimenti nelle diverse fasi del business**



**Fonte:** GIIN, JP Morgan 2015

### 1.5 Gli impact investments attraverso le asset class e i diversi strumenti

Gli investitori che vogliono supportare le imprese sociali, le fondazioni e tutti gli altri operatori impegnati attivamente sul sociale mediante le loro decisioni d'investimento, possono avvalersi di un'ampia tipologia di asset class. Oltre gli strumenti di finanza tradizionali si sono osservate la nascita e lo sviluppo di nuove forme di finanziamento; queste si snodano dal debito all'Equity puro, incorporando al loro interno strumenti di finanziamento del tutto innovativi frutto della recente ingegneria finanziaria. Inoltre, ciò che si nota è uno sviluppo più accentuato di tali strumenti nei paesi anglosassoni come USA e UK rispetto a paesi come l'Italia, la Francia e la Germania, nei quali questi strumenti sono solo in una fase embrionale o non esistono ancora.

Il tema è quello di comprendere e selezionare tra le opportunità che il settore degli investimenti offre, l'asset class più idonea alla concretizzazione dello scopo che l'impact investor si è preposto.

Gli strumenti o asset class possono essere distinte in due categorie principali, la prima racchiude gli strumenti che sono tradizionalmente usati, mentre la seconda incorpora al suo interno strumenti definiti come alternativi, tra cui strumenti che si sono sviluppati solo di recente come i Social impact Bonds. (Figura 11)

**Figura 11 Principali Strumenti utilizzati per gli impact investments**

Strumenti Tradizionali					Strumenti Alternativi			
Cassa e assimilati	Private Debt	Mezzanine Financing	Public Equity	Public Debt	Private Equity e Venture Capital	Real Estate	Social Impact Bonds	Altri Strumenti

**Fonte:** Elaborazione propria

Come si evince dalla Figura 11 la categoria strumenti tradizionali racchiude al suo interno:

**Depositi & strumenti assimilati alla cassa:** si tratta di Investimenti di liquidità (come i certificati di deposito e conti di risparmio) presso banche locali e in altre istituzioni finanziarie, le quali reinvestono in organizzazioni che intenzionalmente cercano il raggiungimento di obiettivi sociali e ambientali . Ad esempio, Triodos Bank una delle più importanti banche etiche europee con sede nei Paesi Bassi, offre una vasta gamma di strumenti liquidi a soggetti privati, imprese e alla clientela istituzionale, per poi fornire il capitale a aziende che operano a beneficio della società e per l'ambiente, le così dette Benefit corporation<sup>16</sup>.

<sup>16</sup> Una **benefit corporation** o **B-corporation** è uno stato giuridico ammesso in alcuni stati americani, pensato per aziende for-profit che vogliono andare oltre l'obiettivo del profitto e massimizzare il loro impatto positivo verso la società e l'ambiente. La legge per le benefit corporation è diversa da stato a stato. In generale le benefit corporation differiscono dalle aziende tradizionali riguardo a obiettivi statuari, responsabilità e trasparenza. Lo scopo di una benefit corporation include la creazione di benessere nella comunità in cui opera, definito come un impatto positivo concreto sulle persone e sull'ambiente. Per divenire una Benefit corporation bisogna ottenere una certificazione da parte di B-lab, un'organizzazione non-profit americana, la quale, sulla base di parametri di impatto ambientale e sociale definiti in un protocollo condiviso a livello internazionale, assegna un punteggio alla società. Il punteggio minimo per ottenere la certificazione è di 80 su 200. È importante tenere a mente che a differenza dello stato giuridico di Benefit

**Strumenti di private debt** suddivisi tra:

- **strumenti di debito tradizionali** di solito promossi e creati dalle istituzioni finanziarie, per supportare il fabbisogno finanziario, sia nel lungo che nel breve termine, di organizzazioni che operano all'interno del Terzo Settore;
- finanziamenti erogati in forma di debito attraverso **fondi di prestito mutualistici**, solitamente alimentati o dal versamento del 3% degli utili annui delle cooperative associate o dalla raccolta di risparmio attraverso il prestito soci o da altri finanziamenti da parte di enti finanziari non profit, che utilizzano le disponibilità raccolte per finanziare le esigenze di sviluppo delle cooperative sociali associate;
- **Microcredito** lo strumento di sviluppo economico che permette l'accesso ai servizi finanziari alle persone in condizioni di povertà ed emarginazione, che generalmente sono esclusi dal settore finanziario. Tale accesso è solitamente finalizzato o all'avvio di un'attività imprenditoriale o per far fronte a spese d'emergenza;
- **Minibond** strumenti emessi dalle PMI per poter finanziare i loro business e attività d'investimento operativo, indirizzati a investitori istituzionali;

**Equity like debt o Mezzanine finance:** Il debito mezzanino, o mezzanine finance, è uno strumento di finanziamento che si colloca per remunerazione, modalità di rimborso e durata in una posizione intermedia fra il capitale di rischio e i prestiti a medio/lungo termine. La tipologia dello strumento consente al prenditore di fondi di accedere al prestito con un piano di rimborso degli interessi correlato all'incremento di valore economico della società. Esiste una seconda accezione del termine "mezzanine finance", con la quale si intende la possibilità di effettuare acquisizioni attraverso titoli di debito subordinati, soprattutto in relazione a operazioni di leveraged buy-out o di crescita aziendale. In tal caso l'azienda ottiene un finanziamento a medio-lungo termine subordinato nel rimborso rispetto ad un finanziamento primario per cui, in caso di fallimento, il rimborso di tale debito non avviene fin quando non sia già stato rimborsato tutto il debito primario. La

---

corporation riconosciuto dalla legge in alcuni stati, la certificazione rilasciata da B-lab non ha nessun valore di legge, ma rappresenta un giudizio rilasciato da un ente terzo che certifica l'impegno positivo dell'azienda certificata verso temi sociali e ambientali. A tal proposito, in Italia si osservano dei primi segnali già nel 2014, anno in cui l'azienda Fratelli Carli ha ottenuto tale certificazione. In totale il nostro Paese vanta oggi ben 10 B-corporate certificate sulle 80 presenti nell'Ue e altre 200 hanno già fatto richiesta di certificazione. Inoltre, sotto l'aspetto giuridico con la legge numero 208 del 28 Dicembre 2015 è stato introdotto anche in Italia lo stato giuridico di questa tipologia di società con il nome di "Società Benefit".

componente debitoria è costituita dal prestito a m/l termine, mentre gli elementi tipici del capitale di rischio sono racchiusi nella facoltà del finanziatore di partecipare al capitale di rischio dell'impresa finanziata (tipicamente con warrant oppure opzioni call);

**Public Equity:** si tratta principalmente di investimenti effettuati in titoli azionari attraverso i quali è possibile investire direttamente nel capitale sociale di imprese a 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. Data la fase iniziale del settore, sono pochi i soggetti operanti nel settore dell'Impact Investing quotati. Il Social Stock Exchange di Londra (SSE), conta dodici società quotate che soddisfano i criteri per essere considerate dei "business ad impatto sociale"<sup>17</sup>.

Sebbene il numero d'impresе ad impatto quotate è attualmente piuttosto ridotto, lo sviluppo di tale prassi potrà permettere agli investitori tradizionali di avere maggiori possibilità di trovare opportunità di trading delle imprese ad impatto.

Altra forma di investimento, che rientra fra gli strumenti di public equity, è l'**Equity crowdfunding**, mediante il quale più persone conferiscono, attraverso una piattaforma online, somme di denaro, anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale acquistando un vero e proprio titolo di partecipazione in una società.

**Strumenti di Public Debt** suddivisi tra:

- strumenti tradizionali quali i **le obbligazioni** ampiamente diffusi fra il pubblico, mediante mercati regolamentati (MOT in Italia);
- strumenti più innovativi come: i **Social bond Grant/Loan Based**, con tali termini ci si riferisce a titoli di natura obbligazionaria, emessi di recente da alcune banche a vocazione sociale. Offrono ai sottoscrittori un rendimento di mercato (o inferiore al mercato) e prevedono la rinuncia da parte dell'emittente ad una quota predefinita del suo margine (e/o la rinuncia da parte del sottoscrittore ad una parte del rendimento); il funding proveniente dal prestito obbligazionario viene utilizzato per erogare somme di denaro, a titolo di liberalità e/o di finanziamento, a condizioni competitive, per il sostegno di progetti o investimenti ad elevato impatto sociale;

---

<sup>17</sup> Per ulteriori approfondimenti si visiti il sito: <http://www.socialstockexchange.com/impact-report>.

- il **Lending crowdfunding**, forma di prestito che, attraverso una piattaforma online, consente da un lato agli investitori privati di dare, prevedendo un tasso d'interesse oppure a tasso zero, somme di denaro per progetti a valore sociale (con l'eventuale garanzia di restituzione del capitale da parte di una banca), e dall'altro alle organizzazioni non profit di ottenere finanziamenti a tassi sostenibili;
- e il **Prestito peer-to-peer**, metodo di finanziamento a titolo di debito che permette agli individui di prendere a prestito e prestare denaro senza l'utilizzo di istituzioni finanziarie professionali come intermediari. Il prestito avviene on-line usando differenti piattaforme e strumenti di verifica finanziaria.

All'interno della categoria strumenti alternativi troviamo invece:

**Fondi d'investimento (Private Equity e Venture Capital):** racchiudono gli investimenti effettuati in fondi gestiti da soggetti terzi, i quali investono i capitali raccolti in imprese ad impatto. Il termine Private equity definisce l'attività dei fondi che investono in capitale di rischio per supportare la crescita delle imprese non quotate. I fondi di private equity possono investire nella fase di avvio (start up) di un'azienda, in una fase di sviluppo (grow stage) oppure di cambiamento (replacement, buy out, turnaround). Le operazioni di start up riguardano gli investimenti in tutte le prime fasi di vita dell'impresa e sono attività tipiche degli operatori di Venture Capital.

I fondi di private equity e di Venture capital intervengono con un orizzonte temporale che mediamente è di 4 o 5 anni per permettere all'impresa di svilupparsi e di realizzare gli obiettivi di crescita prefissati nel suo piano strategico. Infatti, oltre a fornire capitali, essi condividono network internazionali, nuovi punti di vista, esperienza manageriale e operativa, facilitando i rapporti con gli istituti di credito e ponendo grande attenzione allo sviluppo sostenibile di lungo termine e alla continua creazione di valore.

**Real Estate:** riguarda investimenti in proprietà gestiti in modo sostenibile o in proprietà in fase di sviluppo nelle aree di rigenerazione e tra le popolazioni a basso reddito, in cui gli obiettivi sociali e ambientali sono intenzionalmente ricercati. Obiettivi tipici dell'investimento in Real Estate sono: la creazione di edifici verdi, la rigenerazione urbana e la creazione di alloggi a prezzi accessibili. In quest'ultimo caso, l'investimento mira a fornire non solo le unità abitative a prezzi accessibili per la popolazione locale, ma anche una gamma completa degli elementi necessari per una vita dignitosa: acqua pulita, igiene, alimentazione, istruzione, servizi sociali e servizi sanitari. Questi si combinano inoltre a

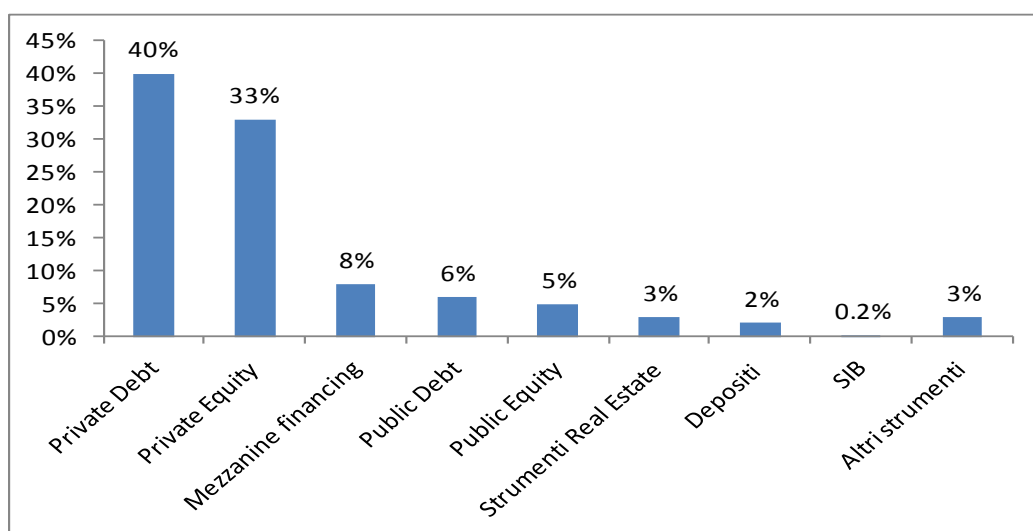


migliori opportunità di lavoro, alla coesione e alla responsabilizzazione in un ambiente integrato che permette una migliore qualità di vita.

**Altri strumenti** inglobano principalmente classi di attività come: le **commodities** e **gli hedge fund**, queste classi di attività sono meno comuni per realizzazione d'investimenti ad impatto. Le Commodities implicano investimenti effettuati in risorse di base che vengono utilizzate nella produzione di altri beni e servizi. Gli hedge fund implicano strategie d'investimento complesse in aziende negoziate sui mercati azionari; dato il numero limitato d'impresе ad impatto quotate, sono attualmente limitate anche le opportunità d'investimento per gli hedge fund che vogliono indirizzare i propri capitali verso tali imprese.

**Social Impact Bonds:** o obbligazioni ad impatto sociale, sono un contratto di pay-for-success, in cui un investitore privato fornisce il capitale d'investimento per finanziare un intervento che affronta una sfida sociale, tipicamente legato ai cambiamenti del comportamento (ad esempio la recidiva, il tema dei senza tetto, obesità infantile, ecc). All'investitore è pagato un ritorno finanziario sulla base dei risparmi effettivamente ottenuti a seguito dell'intervento preposto (ad esempio, un minor numero di persone in carcere permette un risparmio per il governo, quindi esso paga l'investitore con parte dei risparmi ottenuti). I SIB sono spesso strutturati in modo tale che una fondazione privata garantisce una parte del capitale inizialmente investito dall'investitore, dando ai filantropi l'opportunità di sfruttare il loro bilancio per un maggiore impatto. I SIB hanno guadagnato slancio negli ultimi anni, perché offrono l'opportunità di tradurre gli obiettivi socialmente desiderabili in ritorni economici misurabili; cioè un cash flow generato come risultato diretto di un esito sociale. Si possono considerare come esempi: i programmi di educazione e riabilitazione sociale di giovani carcerati per ridurre la recidiva e i relativi costi per la Pubblica Amministrazione, i programmi lanciati per ridurre i costi della sanità attraverso la stabilizzazione dei senza tetto in strutture recettive permanenti, o ancora i programmi di educazione giovanile per la prevenzione di malattie. I SIB sono prodotti altamente strutturati che richiedono un quadro giuridico sofisticato e stabile per un periodo di tempo lungo, ciò comporta un'elevata difficoltà d'implementazione di tali strumenti nei mercati di frontiera e conferisce ad essi la caratteristica di essere una forma estremamente unica di titoli a reddito fisso. Inoltre, sono difficili da scalare e in genere hanno elevati costi di transazione, come sarà discusso di seguito.

**Figura 12 Strumenti finanziari impiegati per gli Impact investments**



**Fonte:** Saltuk, et al., 2015

Come già affermato non tutti gli strumenti si trovano allo stesso stadio di sviluppo, infatti mentre gli strumenti tradizionali sono ormai bene affermati e si conosce il loro funzionamento e gli eventuali aspetti critici, non vale lo stesso per gli strumenti che si stanno affermando negli ultimi anni, i quali rappresentano un mondo da scoprire e per i quali bisogna costruire un track record. Inoltre, il grado di sviluppo delle diverse asset class varia a seconda dell'area geografica presa in considerazione, poiché vi sono paesi che hanno un sistema normativo che incentiva e sostiene tali strumenti, e paesi, tra cui l'Italia, nei quali si tende ad essere più conservativi con un sistema normativo maggiormente cautelativo che guarda la nascita di nuovi strumenti finanziari con un certo grado di diffidenza. Come si può notare nella Figura 12<sup>18</sup>, gli strumenti maggiormente impiegati a livello globale nel 2014 per effettuare investimenti ad impatto sociale sono stati gli strumenti di Private Debt (debito tradizionali, fondi di prestito mutualistici, Microcredito, Minibond) e i fondi di Private Equity/ Venture Capital, i quali hanno coperto circa il 73% dei 60 miliardi di dollari gestiti. A seguire troviamo strumenti di Mezzanine Financing, Public Debt, Public Equity, Real Estate, depositi e altri strumenti. Poco utilizzati sono stati

<sup>18</sup> Dato il recente sviluppo del mercato non si hanno a disposizione la distribuzione dei capitali nei diversi strumenti, i dati esposti rappresentano una proxy della realtà prodotta da uno studio condotto annualmente dalla JP Morgan in collaborazione con il GIIN con l'obiettivo di osservare l'andamento del mercato dell'impact investing. Per ulteriori approfondimenti sullo studio consultare il seguente link:

[http://www.thegiin.org/binary-data/RESOURCE/download\\_file/000/000/662-2.pdf](http://www.thegiin.org/binary-data/RESOURCE/download_file/000/000/662-2.pdf).

invece gli strumenti Pay-for-success come i Social Impact bond, i quali coprono appena lo 0.2% dell'ammontare di capitali impact, confermando quindi l'esistenza di timore verso lo sviluppo e l'impiego di nuovi strumenti che sono ancora in uno stadio d'incubazione.

### **1.6 La misurazione della terza dimensione dell'*Impact Investing*: l'Impatto sociale/ambientale**

L'attuale situazione del settore dell'*Impact Investing* e le questioni fin qui esaminate offrono motivi di ottimismo per lo sviluppo di questo settore. Ma nonostante i progressi compiuti fino ad oggi, c'è un importantissimo ostacolo che potrebbe presentarsi lungo il percorso di sviluppo: la misurazione dell'impatto sociale, poiché se non è possibile dimostrare l'esistenza di questo impatto, l'intero concetto di *Impact Investing* resta opinabile. Infatti, gli "impact investor" per assumere le proprie decisioni d'investimento necessitano di maggior trasparenza circa l'impatto generato. Per colmare questo bisogno essi utilizzano ulteriori dati di valutazione, come ad esempio il livello di istruzione raggiunto da bambini e ragazzi, il numero di persone che lavorano in una certa area geografica, quanti carcerati sono stati reinseriti nella società, il numero di giovani disoccupati, ecc.

Fondamentalmente, i capitali d'investimento si spostano in base alla percezione di opportunità future (rischio di immobilizzazione del capitale), premio e rendimento offerto da un investimento, fondo o gestore, quindi risulta di primaria importanza avere un set informativo adeguato. A tal proposito bisogna valutare l'esistenza di asimmetrie informative tra gli investitori e le partecipate, queste asimmetrie sono ulteriormente aggravate nel mercato dell'*Impact Investing* a causa della confusione nella terminologia, della mancanza di informazioni, e dalla mancanza di standard comunemente accettati per misurare l'impatto sociale/ambientale creato da un investimento.

La pubblicazione di dati affidabili, credibili e comparabili costituisce una dimensione critica degli investimenti tradizionali e un'analogha trasparenza deve diventare parte integrante dell'*Impact Investing*. "Non è possibile infatti acquisire una percezione del futuro potenziale in assenza di una valutazione dell'esperienza passata. In assenza di dati esistenti e senza un minimo livello di integrità dei dati, gli investitori non hanno nulla su cui basare le loro previsioni di risultati futuri e le loro prospettive" (Martin, 2014).

Per queste motivazioni, si stanno definendo e perfezionando metodi di misurazione e benchmark per effettuare confronti, utilizzando gruppi di controllo, tabelle di dati e studi randomizzati, con l'obiettivo di sviluppare delle *best practice* che siano comprensibili ed affidabili al pari di quelle impiegate per misurare rischio e rendimento degli investimenti tradizionali. Lo sviluppo di sistemi di misurazione standard sarà un passo importante per il coinvolgimento d'investitori tradizionali che cercano di aggiungere o parzialmente sostituire ai rendimenti finanziari un ritorno sul fronte sociale, allo stesso tempo, è fondamentale per aiutare le imprese sociali, nei diversi settori, a sviluppare una maggiore capacità nel misurare i risultati sociali raggiunti (OCSE, 2015).

Gli obiettivi alla base della misurazione differiscono fra i vari soggetti interessati. In particolare, i governi saranno particolarmente interessati ai risvolti fiscali, economici e sociali imputabili ad un problema sociale, oppure ai risparmi maturati grazie ad un intervento di successo. Al contrario, gli investitori proveranno maggiore interesse per il tasso di successo e il costo degli interventi, la remunerazione ad essi collegata e il ritorno sociale e finanziario conseguito. Pertanto, essi richiederanno degli indicatori di tali parametri e della loro volatilità, tali da permettere la considerazione della componente di rischio. Le organizzazioni sociali richiederanno la misurazione di dati come il valore economico e non economico procurato alla società da un investimento e il costo esterno per ogni intervento di successo. Invece, per le fondazioni come erogatrici di contributi, non essendo atteso da queste alcun ritorno finanziario, risulta preminente misurare l'impatto sociale e il costo per ottenerlo in scala crescente, attraverso delle procedure che permettano il confronto con la performance di altre fondazioni che perseguono gli stessi obiettivi sociali.

Attualmente, la misura si concentra sui risultati raggiunti dalle organizzazioni sociali, infatti, questa informazione è utile per valutare lo stato di avanzamento delle iniziative sociali. Tuttavia, non può fornire tutte le informazioni necessarie agli investitori per quanto riguarda le loro prospettive future (Rangan, et al., 2011).

Le analisi condotte sul mercato evidenziano che molti investitori utilizzano sistemi di misurazione sviluppati "in casa" per determinare le prestazioni sociali e ambientali; anche se molti di questi si basano su evidenze aneddotiche piuttosto che su prove reali. Questo modo di operare comporta lo sviluppo di una ampia varietà di approcci che non permettono di poter attuare una comparazione dei risultati ottenuti.

Allo stesso tempo, bisogna evidenziare che negli ultimi anni sono stati diversi i tentativi volti allo sviluppo di standard di valutazione dell'impatto a livello globale.

Fra le piattaforme che si sono recentemente sviluppate ve ne sono alcune libere e disponibili, altre che richiedono il pagamento di una commissione, e il resto sono state sviluppate da organizzazioni d'investimento per uso interno. Di seguito ci si propone di illustrare alcune delle principali iniziative più comunemente utilizzate nella comunità degli Investimenti ad impatto:

- **Impact Reporting and Investment Standards (IRIS)** – con sede presso il GIIN e sostenuto sia dalla fondazione Rockefeller sia dall'Agenzia degli Stati Uniti per lo Sviluppo Internazionale (USAID), si tratta di una piattaforma che offre un raggruppamento di definizioni di performance finanziaria, sociale e ambientale (Metrics) e l'identificazione di un linguaggio comune per i risultati di impatto per essere usate nella valutazione delle iniziative. All'interno dell'IRIS sono raccolte ben 40 tipologie di standard di misurazione che lo rendono utilizzabile fra settori e ambiti geografici diversi e applicabile a vari tipi di performance. Oggi circa 5000 imprese stanno già utilizzando IRIS per valutare, comunicare e gestire la propria performance sociale e ambientale (O'Donohoe, et al., 2010).
- **Global Impact Investing Rating System (GIIRS)** – sviluppato da B-Lab<sup>19</sup> rappresenta uno dei più grandi sistemi globali che agisce come valutatore terzo degli impatti sociali e ambientali generati dalle imprese e dai fondi impact. Ha lo scopo di valutare quattro aree chiave: governance, personale, comunità e ambiente per poi fornire una valutazione con un punteggio massimo di 200 punti. Oggi sono circa 500 tra fondi e altri investitori in imprese sociali, distribuiti in 39 Paesi, che hanno deciso di alimentare i dati in questo sistema e di sottoporsi alla sua valutazione.
- **Social Return On Investment (SROI)** – si tratta di un indice sviluppato dalla News Economics Foundation, che sulla base di linee guida standard attribuisce un

---

<sup>19</sup> B-Lab è un ente non-profit con sede a Wayne, Pennsylvania, che ha creato e promuove la certificazione di B Corporation, certifica le aziende che volontariamente soddisfano determinati standard di trasparenza, responsabilità e sostenibilità. L'obiettivo è creare valore per la società, un impatto positivo sulle persone e sull'ambiente non solo per gli attori tradizionali come gli azionisti. Oltre a rilasciare le certificazioni, B Lab promuove a livello governativo l'introduzione dello stato giuridico di Benefit Corporation.

valore monetario all'impatto in modo da poter effettuare un confronto tra gli investimenti. Tale indicatore prende spunto dal più comune indice di redditività utilizzato nell'analisi degli investimenti tradizionali: il Return on investment (ROI), infatti, operativamente, si definiscono “flussi di cassa sociali” in modo che un investitore può accertare il loro ritorno sugli investimenti. Ci sono due tipi di SROI, uno valutativo (ex post) che misura i risultati ottenuti e uno previsionale (ex ante) che stima i risultati attesi.

- **Best Alternative Charitable Option (BACO)** – si tratta di uno standard implementato dal fondo Acumen. Il fondo utilizza questo modello per quantificare l'impatto sociale di un investimento e confrontarlo con altre opzioni di beneficenza che mirano ad affrontare l'attuale stesso problema sociale. In pratica si calcola un “costo per unità sociale” e si confronta tale valore con altre opzioni benefiche, valutando quale tra queste risulta ad essere la più efficace<sup>20</sup>.

Oltre a questi sistemi di misurazione maggiormente sviluppati e condivisi sembra opportuno menzionare le altre piattaforme che a vario titolo aiutano nella misurazione dell'impatto sociale, quali ad esempio: NESTA - Standard of evidence for *Impact Investing*, TRASI - Tools and resources for assessing Social Impact, NPC, The Global Value Exchange, TONIIC, The Good Analyst<sup>21</sup>; e infine lo standard a cui ha lavorato la Commissione Europea. Quest'ultimo si caratterizza per la flessibilità adottata nella misurazione dell'impatto, infatti secondo il GECES, il gruppo di lavoro che si occupa dell'elaborazione dello standard UE, non è possibile utilizzare un solo indicatore in tutti i casi a causa della continua evoluzione del mercato. Lo Standard UE infatti si basa sul “miglioramento trasformativo”, ossia al risultato ottenuto dagli investimenti ad impatto, misurabile attraverso un processo strutturato e iterativo, e non con un semplice indicatore. Questo modo di operare poggia sulla “Teoria del Cambiamento dell'impresa sociale”, mediante la quale si riesce ad identificare i più efficaci tipi di intervento per raggiungere i

---

<sup>20</sup> Per ulteriori approfondimenti sul funzionamento di tale modello si consiglia di visitare il seguente link: <http://acumen.org/content/uploads/2013/03/BACO-Concept-Paper-final.pdf>.

<sup>21</sup> Per Ulteriori approfondimenti sulle piattaforme elencate si veda: Chiodo, V. & Dal Negro, L., 2014. *Towards an Italian platform for social impact measurement: preliminary review and perspectives*.

risultati attesi, in grado di produrre un impatto e di portare ad un cambiamento radicale ed evolutivo nella società<sup>22</sup>.

Nonostante gli enormi sforzi fatti negli ultimi anni, la strada per creazione di uno standard unico condiviso a livello globale sembra ad essere ancora lunga data la complessità del fenomeno. Tuttavia, prendendo ad esempio altri settori che hanno proceduto l'*Impact Investing*, come ad esempio la Microfinanza, per i quali sono stati necessari anni prima di poter avere degli standard condivisi, ci si aspetta che anche questo ostacolo sarà rimosso con il passare degli anni.

---

<sup>22</sup> Per saperne di più sulle fasi del processo di definizione dello standard UE si veda: GECES, 2014. *Proposed Approaches to Social Impact Measurement in European Commission legislation and in practice relating to: EuSEFs and the EaSI.*

## **2 Le Strategie e le opportunità d'investimento nel settore dell'*Impact Investing***

### **2.1 Confronto tra un portafoglio tradizionale e un portafoglio Impact: vantaggi e svantaggi**

La scelta di quale asset class impiegare per l'effettuazione di un Investimento a impatto sociale deriva, come nel caso di un investimento tradizionale, dalla linea strategica seguita dall'investitore per la costruzione del proprio portafoglio d'investimento. Poiché non esiste una linea strategica unica adottabile da tutti gli investitori, ognuno di essi deve costruire la strategia che meglio si adatta ai propri obiettivi d'impatto. Nella finanza tradizionale il tema consiste nello stabilire le attese di rischio e rendimento desiderate dall'investitore, consapevole del fatto che un maggior rendimento comporta un maggior rischio. Invece un operatore impact nel costruire un portafoglio d'investimenti prende in esame non solo il rendimento e rischio derivante dagli investimenti, ma anche una terza dimensione, l'impatto sociale/ambientale che la scelta d'investimento può generare. Ciò comporta che il gestore o lo stesso investitore, nel caso in cui sia esso stesso a gestire i propri capitali, abbia acquisito o acquisisca particolari competenze in modo da analizzare e valutare i fattori sociali/ambientali che scaturiscono dall'investimento. Date le ulteriori capacità di analisi e valutazione richieste dagli investimenti a impatto sociale, si ha che gli operatori del mercato molto spesso preferiscono trattare questi investimenti come un asset class a se stante, da poter incorporare nel loro portafoglio d'investimento dedicando a essi sia risorse umane sia budget prestabiliti. Ulteriori motivazioni che possono spingere un operatore finanziario a inserire all'interno di un portafoglio finanziario delle impact assets, possono essere identificate in:

- Benefici per la diversificazione del portafoglio finanziario
- Concordanza tra gli orizzonti temporali d'investimento
- Vantaggi derivanti dall'investimento in un nuovo mercato (vantaggi del first mover)
- Attrazione di nuovi capitali e il mantenimento del rapporto con i clienti che stanno esprimendo un interesse maggiore in prodotti a impatto
- Miglioramento dell'immagine percepita dal pubblico attraverso la dimostrazione dei valori che guidano l'organizzazione e le scelte d'investimento.



Ovviamente il peso che gli investimenti impact avranno all'interno del portafoglio dipende dallo scopo dell'investitore in termini di liquidità, rendimento e rischio, è importante, a tal proposito, per l'operatore capire l'influenza che l'inserimento d'investimenti impact avrà nel proprio portafoglio.

Per poter definire l'influenza bisogna valutare nel dettaglio diversi aspetti, principalmente come si modificano la liquidità e la rischiosità del portafoglio a seguito dell'inserimento di tali investimenti. Riguardo al primo aspetto, si ha che questo dipende dallo strumento o metodologia adottata per l'investimento. Infatti, si avrà un aumento della liquidità nel caso in cui si utilizzano strumenti come: depositi e altri strumenti equivalenti, equity pubblico, obbligazioni o fondi di fondi, in quanto sono strumenti facilmente liquidabili sui mercati. Mentre si avrà una riduzione della liquidità nel caso in cui si usino strumenti meno comuni, quali ad esempio strumenti di Real Estate, il private equity o il venture capital per i quali si fa maggiore fatica a smobilizzare l'investimento.

Riguardo il secondo aspetto (rischiosità), in generale si ha che gli investimenti impact sollevano pressoché i medesimi rischi degli investimenti tradizionali effettuati nei medesimi settori, paesi e con gli stessi strumenti (Saltuk, 2012); di seguito si riporta un elenco, non esaustivo, di quali possono essere i rischi strettamente legati agli investimenti a impatto:

- **Rischi legati alla fase iniziale del mercato**, derivano principalmente dalla ridotta dimensione del settore impact rispetto ai mercati tradizionali e da un track record che oggi risulta, essere insufficiente.
- **Rischio legato all'ecosistema**, deriva dalla mancanza di un ecosistema, infatti, il mercato degli investimenti a impatto dipende in gran parte dallo sviluppo di un ecosistema che possa sostenere la sua crescita.
- **Rischio legato allo sbandamento della Mission**, c'è anche il rischio che le società in cui s'investe si allontanino dalla loro missione prevista senza l'approvazione degli investitori. Questo rischio si ha quando i manager sono tentati di operare in settori non compresi nei loro mandati nel caso in cui nascono interessanti opportunità o rendimenti, e le loro attività designate diventano meno competitive.
- **Rischio di combinazione del capitale**, ci possono essere rischi legati alla mancanza di capacità nel combinare in modo efficiente fra loro capitali derivanti da donazioni con capitali derivanti da investimenti. Ciò che si potrebbe creare è la

situazione paradossale in cui i capitali derivanti da donazioni siano utilizzati per finanziare attività finanziariamente remunerative, mentre i capitali derivanti da investimenti sono diretti ad attività non remunerative. C'è quindi il bisogno di controllare che il capitale sia combinato in una struttura che rispetta le aspettative e le intenzioni dei rispettivi finanziatori.

- **Rischio legato all'azzardo morale**, consiste nel rischio di opportunità post-investimento della controparte che ha ricevuto i fondi di non accollarsi una quota parte di un eventuale fallimento dell'investimento. Questo rischio si ha anche nella finanza tradizionale, ma è maggiormente accentuato nel mercato impact a causa del fallimento addizionale che può derivare dal non raggiungimento degli obiettivi d'impatto prefissati. Inoltre, proprio perché l'investitore è esplicitamente intenzionato ad aiutare il destinatario del finanziamento, sarà meno probabile che questo si tuteli da tale rischio mediante vincoli, come fa abitualmente un finanziatore tradizionale.

Lo sviluppo del mercato nel corso del tempo dovrebbe erodere alcuni dei rischi associati alla prima fase del mercato e al suo ecosistema. Altri invece restano in vigore, e saranno gli investitori probabilmente che inizieranno a sviluppare processi migliori per il riconoscimento, la valutazione e la mitigazione, anche attraverso l'esperienza maturata nel tempo.

Seguendo un approccio più pratico, l'influenza degli asset a impatto in un portafoglio può essere valutata confrontando un portafoglio d'investimento tradizionale con un portafoglio in cui sono inseriti anche investimenti a impatto e analizzando le performance in termini di liquidità, rischiosità e rendimento<sup>23</sup>. Tale approccio è quello sviluppato dai membri dell'Asset allocation working group, capitanato da Mc Grath, istituito insieme alla social *Impact Investing* taskforce in occasione del G8 (WGAA, 2014). Gli autori nel documento stilato nel settembre 2014 dal titolo "Allocating for Impact", sviluppano un chiaro esempio, riportato di seguito, che spiega cosa potrebbe comportare l'inserimento di attività a impatto all'interno di un portafoglio tradizionale. Iniziano considerando la costruzione di un insieme di portafogli sviluppati su diverse strategie, ma tutti basati sul principio della diversificazione del rischio, mediante l'impiego delle diverse asset class e strumenti che

---

<sup>23</sup> Per il confronto si guarda solo agli aspetti tipici che vengono valutati nel caso di investimenti finanziari, viene tralasciato l'impatto che può essere generato da tali investimenti in modo tale da poter effettuare un confronto che evidenzia anche la convenienza puramente finanziaria degli investimenti ad impatto.

seguono degli andamenti antitetici in modo da cercare di raggiungere degli obiettivi prefissati di: rischio, volatilità e rendimento. Nella Tabella 1 è esposta la simulazione.

**Tabella 1 Esempio portafoglio tradizionale**

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

**Fonte:** WGAA, 2014

Al fine di comprendere come vengono influenzate le caratteristiche di portafogli costruiti con le stesse logiche, ma inserendo gli investimenti a impatto, gli autori simulano un altro insieme di portafogli, riportati nella Tabella 2. In questa simulazione, dato il breve track record e la natura nascente del mercato, hanno cercato di utilizzare delle ipotesi prudenziali sia per il rendimento sia per la volatilità degli investimenti a impatto ipotizzati. Inoltre, si sono imposti degli obiettivi di rendimento e volatilità che i portafogli dovrebbero raggiungere, rispettivamente circa il 4% e il 6%, e hanno anche ipotizzato un taglio netto sulle aspettative di rendimento del 20%. Dalla simulazione risulta che al fine di poter ottenere risultati simili alla simulazione precedente, in cui non erano considerati gli investimenti a impatto, bisogna che nel portafoglio siano integrati tali investimenti nella misura dell'8-12%. Però gli autori spiegano che la formulazione utilizzata nella simulazione comporta una maggiore illiquidità dei portafogli.

**Tabella 2 Simulazione con investimenti impact**

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

SAA including impact:				
Expected 5 yrs Return p.a.	4.1%	5.1%	5.9%	6.7%
Expected Volatility p.a.	3.6%	5.3%	7.3%	9.7%
Versus:				
Traditional SAA:				
Expected 5 yrs Return p.a.	3.9%	4.7%	5.5%	6.3%
Expected Volatility p.a.	3.6%	5.5%	7.5%	10.1%

**Fonte:** WGAA, 2014

Sia Saltuk che i membri dell'asset allocation working group concordano sul fatto che è possibile ottenere i medesimi risultati della finanza tradizionale inserendo nei portafogli d'investimento operazioni a impatto. Inoltre, entrambi sostengono che operando nel modo corretto con questi strumenti, si può raggiungere un ottimo grado di diversificazione del rischio. Ciò dovuto principalmente, al fatto che gli investimenti a impatto, operando nei settori sociali e ambientali, sono investimenti anticiclici, infatti, nei momenti di declino dell'economia la domanda di capitali da parte di questi settori sarà maggiore.

La “chiave del successo” di questi tipi di investimenti è di mantenere un approccio diversificato e prudente verso queste nuove opportunità d’investimento e di accettare che comportano un aumento d’illiquidità nel portafoglio, che può diminuire nel tempo a seguito dell’aumento delle opportunità d’investimento a impatto in classi di attività più liquide, come ad esempio Equity pubblico (WGAA, 2014).

## **2.2 Rassegna delle principali opportunità d’investimento a impatto**

Uno dei problemi che gli investitori si trovano ad affrontare consiste nel trovare le opportunità d’investimento che meglio soddisfano le loro esigenze, sia in termini di rendimenti attesi sia per quanto riguarda i settori, le aree geografiche e le comunità sui cui vanno a impattare. Per ovviare a tale problema negli anni sono state diverse le iniziative portate avanti dalle organizzazioni sovranazionali che si occupano dello sviluppo dell’impact investing, come ad esempio il GIIN. Tra le principali iniziative rientrano la creazione di piattaforme e banche dati in cui fosse possibile individuare le opportunità d’investimento. Esempi di queste piattaforme sono: la piattaforma “ImpactBase” gestita direttamente dal GIIN, “Investing With Impact” ideata e gestita da Morgan Stanley e “ImpactAssets 50” gestita da un’organizzazione autonoma, appunto ImpactAssets, creata dalla fondazione Calvert.

Utilizzando per quando possibile le piattaforme sopra citate,<sup>24</sup> nel seguito del capitolo, senza alcuna pretesa di esaustività, saranno esposte una rassegna delle opportunità d’investimento in essere, dando evidenza tra gli altri aspetti, dei possibili rendimenti e dei costi legati a essi.

Secondo quanto emerso dall’ultimo sondaggio condotto da JP-Morgan in collaborazione con il GIIN (Saltuk, et al., 2015), la maggioranza degli investitori attivi nel settore dell’impact investing, opera attraverso l’impiego di fondi d’investimento o più in generale tramite intermediari. Per tali ragioni le opportunità d’investimento trattate di seguito riguarderanno principalmente i fondi d’investimento, mentre saranno tralasciate le opportunità d’investimento diretto. L’analisi sarà condotta con lo scopo di mappare le attuali opportunità d’investimento sulle quali un ipotetico investitore potrebbe rivolgere le proprie scelte d’investimento. Per il raggiungimento di tale scopo, le opportunità

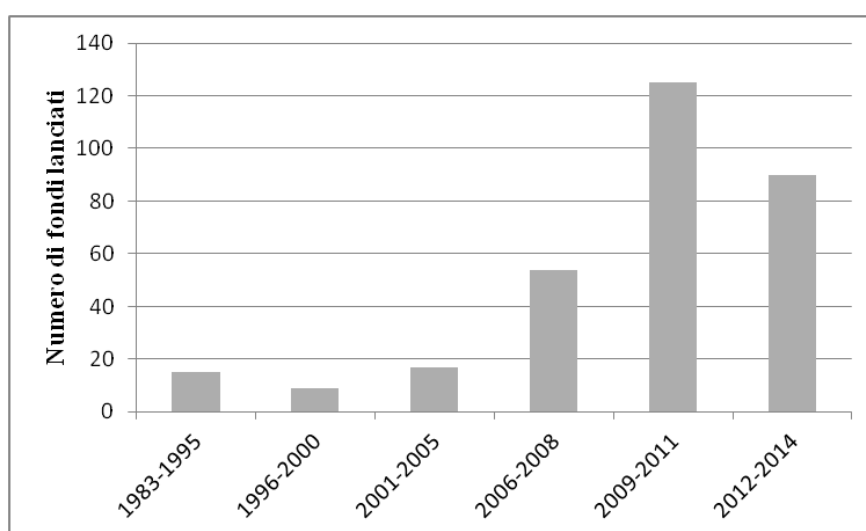
---

<sup>24</sup> Per la conduzione dell’analisi è stata principalmente utilizzata la piattaforma ImpactBase, poiché risulta ad essere meglio strutturata rispetto alle altre.

d'investimento saranno classificate in base alle informazioni e i criteri di ricerca messa a disposizione dalle piattaforme per la ricerca dei fondi in cui investire<sup>25</sup>.

Attualmente i fondi attivi censiti dal GIIN mediante la piattaforma ImpactBase sono più di trecento. Molti di questi sono stati lanciati solo di recente, infatti, come può essere notato nella Figura 13, circa il 70% sono nati dopo il 2009, mentre solo il 13 % sono attivi prima del 2006. Inoltre, bisogna notare che gran parte dei fondi lanciati fino al 2005 erano fondi a reddito fisso, mentre risultavano ancora poco diffuse le altre tipologie di fondi. Un cambio di direzione si è avuto negli anni a seguire, quando ad essere lanciati, erano principalmente fondi di Private Equity e Venture Capital.

**Figura 13 Distribuzione dei fondi lanciati negli anni**



**Fonte:** [www.ImpactBase.org](http://www.ImpactBase.org)

Infatti, oggi dall'analisi emerge che più del 50% dei fondi attivi sono fondi di private equity e venture capital, mentre solo il 20% è rappresentato da fondi a reddito fisso.

È degno di nota che tra gli oltre trecento fondi lanciati, solo il 40% di questi è oggi in possesso di un track record e sono gestiti da soggetti aventi un'esperienza nel settore superiore a tre anni. La restante parte dei fondi è gestita da soggetti aventi un'esperienza inferiore ai tre anni o che addirittura non hanno nessuna esperienza sul settore, circa il 28%.

---

<sup>25</sup> Ulteriori informazioni circa la metodologia adottata per la classificazione dei fondi sono disponibili al seguente link: [www.ImpactBase.org](http://www.ImpactBase.org).

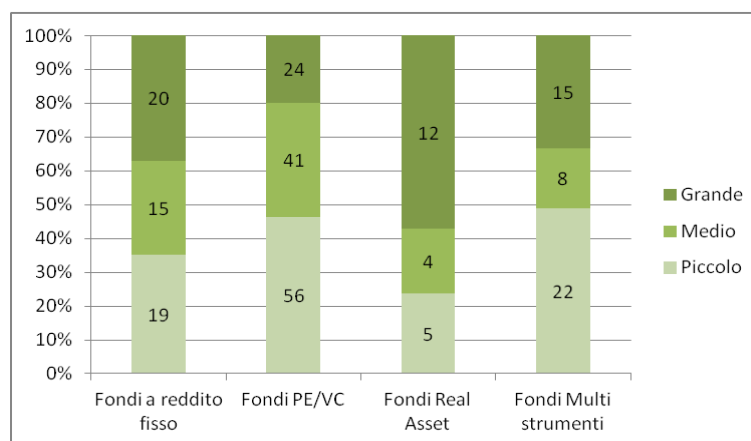
### ***2.2.1. Relazione tra dimensioni, aree geografiche e tipologia di asset class utilizzate***

Dalle analisi condotte sono emerse delle informazioni di grande valore, tra queste si sottolinea sia il rapporto esistente tra la dimensione dei fondi e le asset class utilizzate, sia la relazione tra dimensione e area geografica target. Data la scarsità di dati a disposizione circa le caratteristiche dimensionali dei fondi, poiché per l'inserimento del fondo all'interno del database queste informazioni non sono esplicitamente richieste, ma l'indicazione è discrezionale. E considerando che si ritiene che tali informazioni siano importanti ai fini della conduzione dell'analisi, si è optato per la creazione di tre distinte classi, all'interno delle quali saranno categorizzati i fondi:

- **Piccolo:** rientrano in questa classe i fondi con dimensioni comprese nell'intervallo da zero fino a 20 milioni di dollari;
- **Medio:** fanno parte di questa classe i fondi con capitale investito compreso nell'intervallo che va dai 20 milioni ai 50 milioni di dollari;
- **Grande:** in questa classe sono ricompresi i fondi con dimensioni superiori ai 50 milioni di dollari.

In seguito confrontando i dati sulle dimensioni dei fondi rispetto alle asset class utilizzata, è emerso principalmente che i fondi che operano con strumenti real asset assumono tipicamente grandi dimensioni, ciò a conferma di quanto detto in precedenza, ossia essi sono visti dagli investitori come strumenti ad alto rischio, data la scarsa liquidità. Altra informazione che può essere estrapolata riguarda i fondi di private equity/venture capital, i quali circa l'80% assumono delle dimensioni medio - piccolo come può essere notato nella Figura 14. Questo risulta ad essere in controtendenza rispetto alle aspettative, poiché considerando la natura e la rischiosità di questa tipologia d'investimento, ciò che ci si aspettava era la presenza di fondi di grandi dimensioni ampiamente strutturati, per i quali sarebbe stato più semplice valutare e gestire i rischi derivanti dagli investimenti attuati. Mettendo poi a comparazione i dati concernenti dimensioni dei fondi e aree geografiche target, alcune delle ipotesi sul settore dell'Impact Investing sono confermate. In particolar modo, come si può notare in Figura 15, il numero di fondi attivi nei mercati di frontiera o emergenti risulta ad essere maggiore rispetto ai fondi che operano a livello globale o che si concentrano in aree geografiche sviluppate.

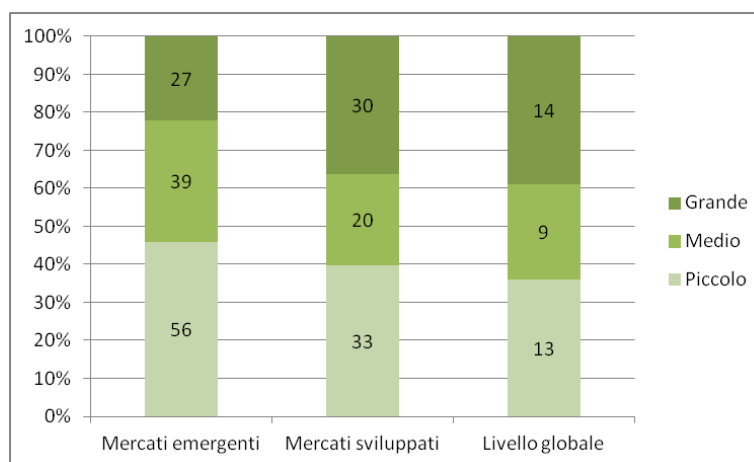
**Figura 14 Confronto tipologia asset class con dimensione fondo**



**Fonte:** [www.ImpactBase.org](http://www.ImpactBase.org)

Ciò dovuto da un lato alla maggiore sensibilità degli investitori verso le necessità delle popolazioni di queste aree, e dall'altro al maggiore impatto che l'investimento genera. Dalla Figura 15 si nota, inoltre, una predominanza di fondi con dimensioni medio - piccolo focalizzati sui mercati emergenti rispetto ai fondi di grandi dimensioni i quali in percentuale si focalizzano sui mercati globali o sulle aree maggiormente sviluppate.

**Figura 15 Confronto area geografica di riferimento con dimensione fondo**



**Fonte:** [www.ImpactBase.org](http://www.ImpactBase.org)

### ***2.2.2. Distribuzione dei fondi fra i diversi ambiti-settori di operatività***

Altro tema importante consiste nel comprendere quali sono gli ambiti in cui i fondi operano. Ciò è importante perché un investitore impact nella scelta d'investimento tenderà



a indirizzare i propri capitali verso fondi che operano nei settori e nelle aree che maggiormente si avvicinano ai propri ideali.

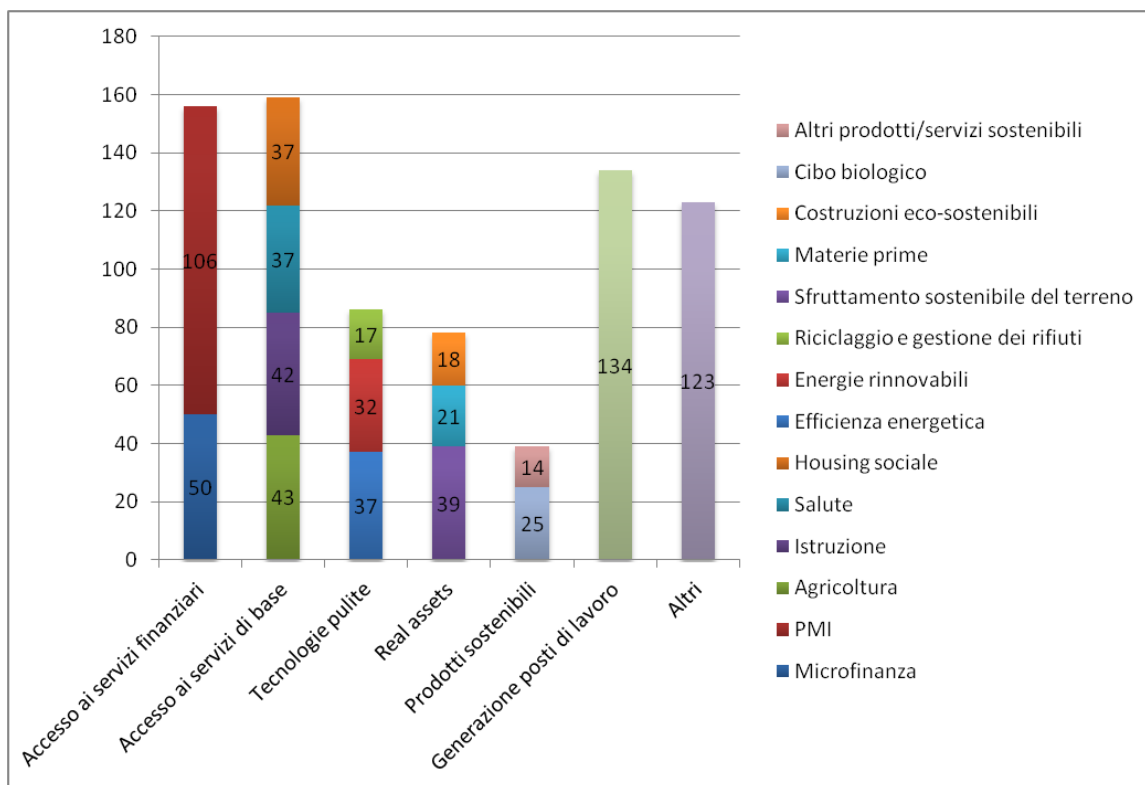
Secondo quanto già detto nella prima parte di questo lavoro, i capitali impact possono essere destinati a una miriade di ambiti/settori, ai fini di quest'analisi sono stati considerati gli ambiti che si ritiene siano i più popolari.

Nel Grafico 1, riportato per comodità nella pagina seguente, sono illustrati i settori considerati per l'analisi, raggruppati nelle macrocategorie "Accesso ai servizi finanziari", "Accesso ai servizi di base", "Tecnologia pulita", "Real assets", "Prodotti sostenibili", "Generazione di posti di lavoro", "Altri". Come si evince dal grafico, le principali aree d'interesse in cui operano gran parte dei fondi sono rappresentate dalle macrocategorie "Accesso ai servizi finanziari", "Accesso ai servizi di base" e "Generazione posti di lavoro", ossia gli ambiti in cui negli anni passati si è avuto una forte presenza dello Stato, sia mediante finanziamenti diretti sia mediante una serie di sovvenzioni e incentivi, attualmente non più disponibili a seguito della scarsità di risorse pubbliche.

Inoltre, è facile notare che all'interno della macrocategoria "Accesso ai servizi finanziari", un elevato numero di fondi opera e investe direttamente in piccole e medie imprese, le quali dopo l'avvento della crisi finanziaria hanno ricevuto una maggiore attenzione, poiché sono considerate come il volano dell'economia di un Paese. Grande attenzione si ha anche verso la macrocategoria "Generazione dei posti di lavoro", la quale è considerata come settore di riferimento da circa 134 fondi, un po' meno della metà dei fondi attualmente attivi nel settore dell'Impact Investing.

Guardando all'operatività dei fondi e agli investimenti effettuati durante gli anni di operatività dall'analisi condotta, si riscontra in media un ammontare d'investimento verso temi riguardanti la conservazione e la sostenibilità ambientale, attraverso anche lo sviluppo di tecnologie per la produzione di energie rinnovabili, sia superiore all'incirca di 5x rispetto all'ammontare degli investimenti focalizzati su temi sociali. In generale si riscontra anche che l'investimento medio in mercati sviluppati è circa il doppio rispetto all'investimento indirizzato verso mercati emergenti, ciò dovuto principalmente al fatto che nei paesi emergenti operano tipicamente fondi di piccole e medie dimensioni.

**Grafico 1 Distribuzione dei fondi per ambito<sup>26</sup>**



**Fonte:** rielaborazione propria dati ImpactBase, [www.ImpactBase.org](http://www.ImpactBase.org)

### 2.2.3. Aspetti economici e obiettivi di rendimento

Analizzando gli aspetti economici legati ai fondi, risulta che le principali componenti di “costo” per un fondo, sono rappresentate dalle commissioni di gestione e dal *Carried Interest*.<sup>27</sup>

Si è notato che entrambi assumono valori differenti in relazione alla tipologia di strumento d’investimento tipicamente usato dal fondo, all’area geografica d’investimento e alla dotazione (dimensione) del fondo. In particolar modo, è emerso che i fondi a reddito fisso presentano mediamente una commissione di gestione minore rispetto agli altri fondi,

<sup>26</sup> La presenza di un numero di fondi rappresentati nel grafico di gran lunga superiore al numero considerato nell’analisi è dovuto alla presenza di fondi che operano contemporaneamente in diversi ambiti.

<sup>27</sup> Con tale termine si identifica la quota dei profitti che i gestori dei fondi di private equity e hedge fund ricevono a titolo di remunerazione, pur non contribuendo alla creazione della dotazione iniziale del fondo. Questa quota, che solitamente si aggira intorno al 20% dei profitti, cerca di motivare il gestore del fondo a lavorare per miglioramento della performance .

mentre i fondi di private equity e venture capital mostrano livelli di *carried interest* maggiori rispetto alle altre tipologie di fondi. Dall'approfondimento dell'analisi sui "costi", i dati suggeriscono che i fondi focalizzati sui mercati emergenti tendono a costare di più rispetto ai fondi operanti solo in mercati sviluppati. Inoltre, in relazione alla dimensione del fondo si ha che le commissioni di gestione seguono un andamento inverso rispetto alle dimensioni del fondo, a differenza del *Carried Interest*, per il quale si è riscontrato un incremento nei casi di fondi di grandi dimensioni e una riduzione nei casi di fondi definiti come piccoli o medi.

Un'ulteriore informazione che è stata tratta dalle analisi riguarda la variazione del costo opportunità del capitale o *Hurdle rate*<sup>28</sup>. Ciò che si nota è che esso si attesta in media intorno al 6,5%, subendo delle variazioni in base all'asset class, all'area geografica e alle dimensioni del fondo, come può essere notato nella Tabella 3, in cui sono illustrati i dati rilevati circa le tre componenti di costo per i fondi.

La definizione d'investimento a impatto sociale chiama in causa due concetti, la misurazione dell'impatto sociale/ambientale generato e il ritorno economico. Sul fronte della misurazione dell'impatto generato, dall'analisi condotta è emerso che il 96% dei fondi oggetto di studio utilizza specifiche metriche per la misurazione del loro impatto sociale e ambientale, di questi più della metà operano con le metriche condivise dall'IRIS, mentre la restante parte utilizza altre metriche, tra cui quelle descritte nel paragrafo "La misurazione della terza dimensione dell'*Impact Investing*: l'Impatto sociale/ambientale" del primo capitolo e altre metriche sviluppate internamente dalle società di gestione dei fondi. Su secondo tema, il ritorno economico, si è in precedenza detto che l'obiettivo di ritorno di ritorno finanziario può essere sotto il livello medio di mercato, sopra tale livello o al suo pari.

---

<sup>28</sup> Termine utilizzato nel settore del private equity e venture capital, che sta ad indicare il valore soglia di rendimento per cui un investimento può risultare appetibile agli occhi degli investitori.

**Tabella 3 Principali dati economici**

	<b>Commissione di gestione media</b>	<b>Carried interest medio</b>	<b>Hurdle rate medio</b>
	<b>Tipologia di strumenti</b>		
Fondi a reddito fisso	1,3%	2,7%	n.d.
Fondi Private equity	2,4%	18,2%	6,2%
Fondi Real assets	1,7%	18,1%	7,7%
Fondi con strumenti multipli	2,0%	14,2%	6,0%
	<b>Area geografica di riferimento</b>		
Mercati emergenti	2,5%	19,0%	6,8%
Mercati sviluppati	2,3%	17,6%	5,2%
	<b>Dimensioni del fondo</b>		
Piccolo	2,4%	16,7%	4,7%
Medio	2,3%	19,4%	6,6%
Grande	2,1%	19,0%	8,4%
<b>Valori Medi</b>	<b>2,1%</b>	<b>16,1%</b>	<b>6,5%</b>

**Fonte:** rielaborazione propria dati ImpactBase, [www.ImpactBase.org](http://www.ImpactBase.org)

Dall'analisi condotta sulle opportunità d'investimento, è emerso che i fondi sono presenti in tutte e tre le filosofie, più precisamente circa il 76% dei fondi aspira a un rendimento che sia almeno pari a quello di mercato (16,2%), mentre la restante opera con la filosofia di un investimento con rendimenti di sotto a quelli di mercato (4,4%). Attuando una suddivisione dei fondi per tipologia di strumento finanziario utilizzato per l'investimento, si ha che: i fondi che operano mediante Real assets investono con l'obiettivo di avere un ritorno che sia almeno pari a quello di mercato, i fondi che investono in private equity, ad eccezione di un 17%, operano con la prospettiva di avere dei ritorni pari o superiore a quello di mercato. I fondi a reddito fisso mostrano una situazione bilanciata, quindi uguale al livello di mercato, infine i fondi che operano attraverso una moltitudine di strumenti operano principalmente con una logica di ritorni almeno pari o superiori al livello di mercato, circa l'80%.

Da notare che gli obiettivi in termini di ritorno economico medi per il mercato sono diversi a seconda della tipologia di strumento d'investimento utilizzato. Infatti, come mostrato nella Tabella 4 le diverse categorie di strumenti hanno dei TIR obiettivi medi molto differenti fra loro, ad esempio i fondi a reddito fisso hanno un TIR obiettivo medio a

livello di mercato pari al 6,2% mentre lo stesso TIR obiettivo per i fondi di private equity è pari al 19,3%.

**Tabella 4 TIR obiettivo medio per tipologia di strumento**

	Tasso di mercato	Sotto il mercato
Fondi a reddito fisso	6,2%	2,9%
Fondi Private equity	19,3%	5,5%
Fondi Real assets	14,9%	n.d.
Fondi con strumenti multipli	13,9%	5,4%
<b>Globale</b>	<b>16,2%</b>	<b>4,4%</b>

**Fonte:** rielaborazione propria dati ImpactBase, [www.ImpactBase.org](http://www.ImpactBase.org)

Queste percentuali sono dei valori obiettivi e non possono certamente essere considerati come gli effettivi tassi di rendimento ottenuti dai fondi analizzati. Dati effettivi sui rendimenti dei fondi sono stati forniti dal Cambridge Associates MRI database nel recente studio condotto in collaborazione con GIIN dal nome “Introducing the Impact Investing Benchmark”. Secondo quanto rilevato da questa ricerca si ha che i fondi operanti nel settore dell’impact investing sono distribuiti all’interno delle classi di rendimento effettivo nel seguente modo:

- 6% con TIR netto inferiore al -15 %
- 10% con TIR netto compreso tra -15% e -5%
- 20% con TIR netto compreso tra -5 % e 0%
- 20% con TIR netto compreso tra 0 % e 5%
- 33% con TIR netto compreso tra il 5% e il 15%
- 12 % con TIR netto superiore al 15%

Ciò che emerge dall’incrocio dei dati è che una bassa percentuale di fondi raggiunge effettivamente il TIR obiettivo fissato ex-ante, mentre la maggior parte di essi non riesce a ottenere la performance desiderata. Tuttavia, la ricerca evidenzia che la distribuzione dei fondi operanti nel settore dell’impact investing rispecchia del l’andamento “mondo

speculare”<sup>29</sup> e che quindi il non raggiungimento degli obiettivi di rendimento non è un fenomeno legato alla modalità d’investimento.

### **2.3 Casi Studio**

In questo paragrafo sono descritte le caratteristiche rilevanti di un campione ristretto di fondi d’investimento attivi, in modo da fornire degli esempi concreti di quello che fino ad ora è stato presentato in maniera aggregata.

L’obiettivo è di descrivere i fondi in modo da fornire alcune delle informazioni rilevanti per un potenziale investitore a impatto. Il campione prescelto è formato da dodici fondi, esso è stato individuato in modo da essere il più rappresentativo possibile delle opportunità d’investimento complessive. La scelta dei fondi si basa sull’idea di considerare almeno un fondo per ogni asset class o strumento tipicamente impiegato, descritti in precedenza, in modo da poter unire gli strumenti utilizzati nella finanza tradizionale con le specificità inerenti agli investimenti a impatto. Il quadro è dunque organizzato secondo due dimensioni fondamentali: tipologia di strumento impiegato e in alcuni casi è presa in considerazione anche la motivazione dell’investitore (Financial First vs Impact First).

I casi descritti nelle pagine seguenti sono stati scelti, inoltre, per mostrare al lettore l’eterogeneità del settore dell’impact investing.

Più precisamente la scelta dei casi è stata compiuta in base alla logica seguente:

- l’assegnazione ad una classe specifica di attività è definita dallo strumento tipico usato dal fondo o nel caso in cui il fondo operi attraverso diversi strumenti, si è considerato quello maggiormente ricorrente;
- la motivazione degli investitori viene usata per evidenziare la presenza di fondi che pur utilizzando i medesimi strumenti finanziari di altri fondi mirano ad ottenere rendimenti al di sotto del livello di mercato (impact first);
- si è cercato di evitare che i fondi considerati operassero solo in determinate aree geografiche;

---

<sup>29</sup> Con tale termine s’intende l’insieme di fondi con medesime caratteristiche finanziarie operanti nell’ambito della finanza tradizionale.

- si è cercato di considerare i fondi con differenti anni di attività sul settore;

Si tiene a precisare che il campione scelto non vuole rappresentare una raccomandazione circa l'investimento in tali fondi, ma piuttosto vuole fornire un'idea di quali caratteristiche possono essere riscontrate durante la ricerca di un'opportunità d'investimento.

Per questo motivo si è optato per la scelta di presentare i fondi attraverso delle schede di sintesi appositamente stilate<sup>30</sup>, in cui sono illustrate le informazioni ritenute di maggior interesse, anziché presentarli all'interno di un discorso continuo in cui magari tali caratteristiche non possono risultare esplicite. Le informazioni contenute nelle schede riguardano:

- Il nome;
- L'anno di avvio;
- Gestore del fondo;
- Paese;
- Breve descrizione;
- Tipologia di investitori;
- Aree geografiche di operatività;
- Informazioni riguardanti l'impatto (obiettivi, modalità di misurazione);
- Informazioni di tipo finanziario;

---

<sup>30</sup> Le schede sono state stilate inserendo al loro interno le informazioni raccolte nel sito internet relativo al fondo descritto, indicato in basso ad ogni scheda.

### 2.3.1. Triodos Renewables Europe Fund

#### Triodos Renewables Europe Fund

- **Anno di avvio:** 2006
- **Paese:** Lussemburgo
- **Fund Manager:** Tridos Investment Management
- **Descrizione fondo:** L'obiettivo generale del fondo Triodos Renewables Europe è quello di offrire agli investitori un investimento ecocompatibile in progetti di energia rinnovabile, con la prospettiva di un ritorno finanziario attraente combinato con la possibilità per gli investitori di dare un contributo proattivo, misurabile e duraturo allo sviluppo delle fonti di energia sostenibili. Il fondo investe in progetti di dimensioni medio-piccoli compresi nel range che va da un minimo di 1 Mln di Euro a un massimo di 5 Mln di Euro, con un investimento medio di 3 Mln di Euro
- **Investitori:** HNWI, Fondazioni, Fondi pensione, Investitori al dettaglio e altri investitori istituzionali
- **Area geografica target:** Europa

#### Impatto

• **Obiettivo:** Investendo in impianti di produzione di energia di piccole e medie dimensioni, il fondo mira a espandere la quota di energia pulita prodotta, e di ridurre la produzione di CO2 e la dipendenza dai combustibili fossili

• **Valutazione Impatto:** Il fondo usa metriche di valutazione dell'impatto sviluppate internamente, basate sulla capacità di generazione di energia elettrica (MW), sul numero di famiglie che si riesce a soddisfare con l'energia prodotta e sulla riduzione di emissioni di CO2 in tonnellate

#### Informazioni Finanziarie

- **Asset Class:** Debito mezzanino
- **Tir Target:** 7%
- **Investimento minimo richiesto:** 25 €
- **Commissione di gestione:** 1,95%
- **Carried interest:** n.d.
- **Hurdle Rate:** n.d.

**Sito Web:** <http://www.tridos.com/en/investment-management/our-funds/institutional-investor/renewables-europe-fund/about-this-fund/>



### 2.3.2. FP Wheb Sustainability Fund

#### FP WHEB Sustainability Fund

• **Anno di avvio:** 2009

• **Paese:** Regno Unito

• **Fund Manager:** WHEB

• **Descrizione fondo:** L'intenzione fondamentale del fondo è quello di fornire finanziamenti sul mercato secondario per aziende che forniscono soluzioni per la sostenibilità. Il fondo è investito in aziende di media capitalizzazione che forniscono prodotti o soluzioni in uno o più temi di investimento ambientali e sociali. Questi sono: energia pulita, l'istruzione, i servizi ambientali, la salute, l'efficienza delle risorse, la sicurezza, i trasporti sostenibili, gestione delle risorse idriche e del benessere. Il fondo è così ripartito:

- Efficienza e Energie rinnovabili (tecnologie per l'efficienza, management energia): 27%

- Trasporto sostenibile e Servizi ambientali (gestione dei rifiuti): 31%

- Gestione delle acque: 6%

- Sicurezza (sicurezza sul lavoro, prodotti più sicuri): 5%

- Salute e benessere (servizi sanitari, assistenza domiciliare ad anziani): 31%

Altro obiettivo è quello di generare rendimenti superiori dei titoli azionari globali, attraverso la creazione di un portafoglio di società che operano attivamente verso un'economia sostenibile individuate con una metodologia di investimento che integra dettagli ambientali e analisi sociali

• **Investitori:** HNWI, Fondazioni, Investitori al dettaglio e altri investitori istituzionali

• **Area geografica target:** Mondiale

#### Impatto

• **Valutazione Impatto:** Il fondo usa metriche di valutazione dell'impatto sviluppate internamente. L'impatto del fondo è misurato determinando la percentuale di ricavi attribuibili ai temi di investimento, sostenibilità, nonché la quota del fondo nei diversi temi e sottotemi. Esso non usa sistemi di rating sociale e ambientale

#### Informazioni Finanziarie

• **Asset Class:** Public Equity

• **Capitale impiegato:** 65 Mln

• **Investimento minimo richiesto:** 3000 £

• **Commissione di gestione:** 1,5%

• **Carried interest:** n.d.

• **Confronto finanziario:** MSCI World

**Sito Web:** <http://www.whebgroupp.com>

### 2.3.3. *Bridges Ventures U.S. Sustainable Growth Fund*

#### Bridges Ventures U.S. Sustainable Growth Fund

• **Anno di avvio:** 2014

• **Paese:** USA

• **Fund Manager:** Bridges Ventures LLP

• **Descrizione fondo:** Bridges Ventures US Growth Fund Sustainable investe in imprese che oltre ad essere in grado di generare interessanti ritorni finanziari affrontano sfide sociali e ambientali. Il fondo investe principalmente in quattro ambiti:

- Salute e benessere
- Istruzione
- Generazione di impiego
- Sostenibilità

particolare attenzione si ha per le PMI che servono o si trovano in mercati meno abbienti, le quali vengono guidate per la creazione di un maggior impatto e valore

• **Investitori:** HNWI, Fondazioni, Fondi pensione, Banche e compagnie assicurative

• **Area geografica target:** USA

#### Impatto

• **Valutazione Impatto:** Il fondo usa diverse metriche di valutazione dell'impatto. Infatti, oltre ad utilizzare le metriche IRIS condivise (# di posti di lavoro generati e mantenuti nelle imprese target), vengono utilizzate delle metriche costruite internamente basate sulla capacità delle imprese target di raggiungere gli obiettivi di impatto prefissati, in modo da poter individuare eventuali aree di miglioramento.

Inoltre, il fondo è stato uno dei primi fondi ad entrare nel sistema di rating GIIRS.

#### Informazioni Finanziarie

• **Asset Class:** Private Equity

• **Capitale impiegato:** 55 Mln \$

• **Investimento medio:** 5 Mln \$

• **Commissione di gestione:** 2,5 %

• **Carried interest:** 20 %

• **Hurdle Rate:** 6 %

**Sito Web:** <http://www.bridgesventures.com/us/>

### 2.3.4. Lyme Forest Fund III

#### Lyme Forest Fund III

•**Anno di avvio:** 2010

•**Paese:** USA

•**Fund Manager:** Lyme Timber Company

•**Descrizione fondo:** Il fondo Lyme Forest III investe principalmente sulla conservazione ambientale del territorio e dell'ecosistema circostante.

Il fondo investe in programmi sviluppati in collaborazione con agenzie e enti governativi operanti nel settore della conservazione e sviluppo ambientale.

Gli obiettivi del fondo consistono nella conservazione su larga scala del paesaggio boschivo e nello sviluppo delle comunità che vivono all'interno dei territori acquisiti.

Il gestore del fondo solitamente acquista i diritti di gestione sostenibile del territorio e del patrimonio immobiliare ad alto valore ambientale, mediante i quali attua degli interventi di bonifica territoriali ai fini della valorizzazione di queste aree.

•**Investitori:** Donazioni, HNWI, Fondazioni, Fondi pensione, Altri investitori istituzionali

•**Area geografica target:** USA e Canada

#### Impatto

•**Valutazione Impatto:** Il fondo per la valutazione dell'impatto fa affidamento alle metriche IRIS condivise.

Inoltre, il fondo sottopone il proprio operato a valutazioni esterne di terze parti per l'ottenimento di prestigiose certificazioni come quella del Forest Stewardship Council

#### Informazioni Finanziarie

•**Asset Class:** Real asset

•**Capitale impiegato:** 160 Mln \$

•**Investimento medio:** 20 Mln \$

•**Commissione di gestione:** 1,15 %

•**Carried interest:** 10 %

•**Hurdle Rate:** 100% del flusso di cassa fino al raggiungimento da parte del singolo partner di un rendimento del 4%, per rendimenti compresi tra il 4% e il 6% la distribuzione sarà 10% al partner leader e 90% pro-quota agli altri partner. Nel caso in cui si abbiano a disposizione flussi di cassa che permettano il raggiungimento di un rendimento superiore al 6% la distribuzione sarà 20/80

**Sito Web:** <http://www.lymetimber.com>

### 2.3.5. Media Development Investment Fund



•**Anno di avvio:** 1995

•**Paese:** USA

•**Fund Manager:** Media developement investment fund

•**Descrizione fondo:** MDIF è stato uno dei primissimi fondi di impact investing. Esso investe e sostiene anche dal punto di vista strategico imprese mediatiche indipendenti in tutto il mondo, le quali forniscono notizie, informazioni e dibattiti necessari per costruire società libere.

Con investimenti in più di 100 aziende mediatiche distribuite in 38 paesi negli ultimi 20 anni, MDIF ha fornito finanziamenti fondamentali per lo sviluppo nei paesi emergenti della stampa e altri mezzi di informazione on-line.

MDIF mediante i suoi investimenti fornisce finanziamenti a prezzi accessibili a tali imprese in modo da renderle finanziariamente sostenibili e quindi in grado di agire come istituzioni durature per il cambiamento, abbastanza forti da dare una voce a chi non ha voce, ad esempio nella denuncia della corruzione

•**Investitori:** Fondazioni, Agenzie per lo sviluppo, Investitori al dettaglio, Altri investitori istituzionali

•**Area geografica target:** Mondiale (Paesi emergenti)

#### Impatto

•**Valutazione Impatto:** Il fondo per la valutazione dell'impatto fa affidamento alle metriche IRIS condivise e ad altre metriche sviluppate internamente basate sul numero di copie di quotidiani venduti dalle società target, sull'audience raggiunta, sulla sostenibilità finanziaria delle imprese e sulla reportistica riguardante le responsabilità dei governi. Il fondo non utilizza sistemi di rating sociali e ambientali

#### Informazioni Finanziarie

•**Asset Class:** Venture capital

•**Tir Target:** sotto il tasso medio di mercato

•**Capitale impiegato:** 43 Mln \$

•**Investimento medio:** 670.000 \$

•**Commissione di gestione:** n.d.

•**Carried interest:** n.d.

•**Hurdle Rate:** n.d.

**Sito Web:** <http://www.mdif.org/>

### 2.3.6. Yunus Social Business Fund

#### Yunus Social Business Funds

• **Anno di avvio:** 2012

• **Paese:** Germania

• **Fund Manager:** Yunus Social Business

• **Descrizione fondo:** Il fondo Yunus Social Business fornisce finanziamenti agevolati di durata medio lunga alle imprese sociali finanziariamente auto sostenibili create per risolvere problemi sociali o ambientali. Infatti, il fondo investe in imprese sociali in cui né gli investitori né gli imprenditori ricevono ritorni che eccedono il capitale investito.

YSB cerca di investire in imprese sociali che hanno:

- potenziale impatto sociale e ambientale
- imprenditore e team impegnato e di talento
- modello di business forte
- Replicabilità e scalabilità

Sulla base di questi criteri, YSB mira a contribuire alla creazione di imprese di successo con forte impatto sul territorio, attraverso la creazione di opportunità di lavoro e fornitura di beni e servizi che contribuiscono a colmare le lacune di approvvigionamento nelle comunità locali.

• **Investitori:** African Development Bank, fondo AG, Artists for Haiti, Deutsche Bank, fondazione Flora, Heifer International, Kiva Lenders, PADF, SAP AG, Fondazione koll, HNWI, Altri investitori istituzionali

• **Area geografica target:** Uganda, Tunisia, India, Albania, Haiti, Brasile e Colombia

#### Impatto

• **Temi di impatto:** Cibo e Agricoltura, Istruzione, Accesso all'energia, Generazione posti di lavoro

• **Valutazione Impatto:** Il fondo per la valutazione dell'impatto fa affidamento alle metriche IRIS condivise, in particolar modo le vendite di prodotti con impatto sociale e ambientale, numero di occupati, livello microimprenditorialità e imprenditoria femminile. Il fondo non utilizza sistemi di rating sociali e ambientali

#### Informazioni Finanziarie

• **Asset Class:** Private Equity/Venture capital

• **Tir Target:** sotto il tasso medio di mercato

• **Capitale impiegato:** 7 Mln \$

• **Ammontare di risorse gestite:** 100 Mln \$

• **Investimento minimo:** 50.000 \$

• **Commissione di gestione:** n.d.

• **Carried interest:** n.d.

• **Hurdle Rate:** n.d.

**Sito Web:** <http://www.yunusb.com>

### 2.3.7. HV Mikrofinanzfonds Fund

#### IIV Mikrofinanzfonds Fund

•**Anno di avvio:** 2011

•**Paese:** Germania

•**Fund Manager:** Invest in Visions GmbH

•**Descrizione fondo:** Il fondo concentra i propri investimenti sui piccoli e medi istituti di microfinanza, con una particolare attenzione per coloro che operano nelle zone rurali. Le istituzioni finanziarie rappresentano il collegamento tra il fondo e i mutuatari finali, per questo motivo la scelta degli istituti viene attuata attraverso un complesso processo di selezione. Questo inizia con uno studio del Paese e prosegue con una valutazione del settore e con l'analisi delle caratteristiche dell'istituto, viene controllato se il particolare istituto segue l'idea base della microfinanza, ovvero l'accesso ai servizi finanziari per i soggetti meno abbienti e l'attuazione di un business etico. Il raggiungimento degli obiettivi sociali è garantito da un sistema di rating interno attraverso il quale si implementa un monitoraggio continuo degli istituti in cui il fondo investe

•**Investitori:** Donatori, HNWI, Fondazioni, Fondi pensione, Investitori al dettaglio, Altri investitori istituzionali

•**Area geografica target:** Africa, Asia, America Latina, Oceania (Melanesia, Micronesia, Plynesia)

#### Impatto

•**Temi di impatto:** Accesso ai servizi finanziari di base (microcredito, microassicurazioni, finanza per lo sviluppo)

•**Valutazione Impatto:** Il fondo per la valutazione dell'impatto fa affidamento alle metriche sviluppate internamente dal gestore, queste consistono principalmente nella valutazione di:

- Numero di clienti potenzialmente raggiungibili
- Presenza di servizi o prodotti aggiuntivi (assistenza legale, supporto imprenditoriale, e microassicurazioni)
- Numero di nuovi posti di lavoro e imprese generati dalla concessione del prestito

#### Informazioni Finanziarie

•**Asset Class:** Reddito fisso

•**Tir Target:** 4%

•**Capitale impiegato:** 187 Mln €

•**Ammontare di risorse gestite:** 500 Mln €

•**Investimento medio:** 1 Mln €

•**Commissione di gestione:** 0,90%

•**Carried interest:** n.d.

•**Hurdle Rate:** n.d.

**Sito Web:** <http://www.investinvisions.com>



### 2.3.8. Root Capital Growth Rural Property Fund



•**Anno di avvio:** 1999

•**Paese:** USA

•**Fund Manager:** Root Capital

•**Descrizione fondo:** Root Capital è un fondo di investimento sociale senza scopo di lucro, che presta capitali, fornisce formazione finanziaria e rafforza il network di mercato per le piccole e medie imprese agricole (SGB).

Fornisce capitali soprattutto a quelle imprese non raggiunte dagli istituti di credito commerciali, sopperendo ai fallimenti del mercato. L'obiettivo del fondo è quello di consentire alle SGB di espandere le loro operazioni, di generare redditi più elevati per le famiglie e più stabili per i piccoli produttori, in modo da sostenere le comunità rurali delle aree in cui investe. I prestiti tipici si distinguono in finanziamenti a breve termine per la gestione del working capital e finanziamenti a medio lungo termine per gli investimenti in impianti di lavorazione e infrastrutture. Entrambe le tipologie sono effettuate con una forma di "catena del valore", in cui la sicurezza del rimborso deriva dalla presenza di ordini per i prodotti delle imprese, senza la richiesta di esplicite garanzie

•**Investitori:** Overseas Private Investment Corporation (OPIC), Fondazione Calvert Social Investment, Fondazione Bill & Melinda Gates, Fondazione David & Lucile Packard, Fondazione Skoll, Starbucks Coffee Company, Fondazione The World We Want

•**Area geografica target:** Africa, America Latina

#### Impatto

•**Valutazione Impatto:** Il fondo per la valutazione dell'impatto fa affidamento alle metriche IRIS, principalmente al: numero di prestiti erogati e importi, numero di agricoltori e artigiani raggiunti, entrate e costi dei produttori, ettari di terra coltivata in modo sostenibile e numero di associazioni di produttori formati

Il fondo è uno dei primi fondi a fa parte del sistema di rating sociale e ambientale GIIRS

#### Informazioni Finanziarie

•**Asset Class:** Debito

•**Tir Target:** Sotto il livello medio del mercato (0%)

•**Tir effettivo:** Compreso fra 0% - 2,5%

•**Capitale impiegato:** 86 Mln \$

•**Investimento medio:** 450.000 \$

•**Commissione di gestione:** n.d.

•**Carried interest:** n.d.

**Sito Web:** <http://www.rootcapital.org>

### 2.3.9. Aavishkaar India Micro Venture Capital Fund



## Aavishkaar India Micro Venture Capital Fund

•**Anno di avvio:** 2001

•**Paese:** India

•**Fund Manager:** Aavishkaar Venture Management Services Private Limited

•**Descrizione fondo:** Aavishkaar India Micro Venture Capital ("AIMVCF") è un fondo creato per promuovere lo sviluppo delle regioni rurali e semi-urbane in India.

La missione del Fondo si basa sulla premessa che promette di guidare micro, piccole e medie imprese nei cambiamenti positivi delle regioni svantaggiate del paese. Il fondo fornisce capitale di rischio per le imprese che hanno il potenziale per fare la differenza alla base della piramide. I criteri di investimento chiave per il fondo sono: la scalabilità e la possibilità di rendere un forte impatto sociale positivo sui territori dell'India rurale e semi-urbana. Ad oggi, il fondo ha effettuato investimenti in diversi settori, tra cui sanità, agricoltura, energia, istruzione, Acqua, Igiene e Tecnologia.

Mentre alcune aziende aiutano ad eliminare le inefficienze rampanti che affliggono le popolazioni rurali; alcune forniscono prodotti / servizi che migliorano la qualità della vita di persone che rientrano nella BOP; altre responsabilizzano le donne e le comunità svantaggiate, fornendo opportunità di sostentamento.

•**Investitori:** Istituti per lo sviluppo, Fondazioni, Fondi pensione, Investitori al dettaglio

•**Area geografica target:** India

### Impatto

•**Valutazione Impatto:** Il fondo per la valutazione dell'impatto utilizza sistemi di performance e metriche sviluppati internamente diverse da quelle dell'IRIS

### Informazioni Finanziarie

•**Asset Class:** Private Equity, POC

•**Tir Target:** 30%

•**Ammontare di risorse gestite:** 1Mld \$

•**Capitale impiegato:** 50 Mln \$

•**Investimento medio:** 400.000 \$

•**Commissione di gestione:** 3,5%

•**Carried interest:** 15%

•**Hurdle Rate:** 6%

**Sito Web:** <http://www.aavishkaar.in>



### 2.3.10. Ignia Fund I LP



•**Anno di avvio:** 2007

•**Paese:** Monterrey, Messico

•**Fund Manager:** IGNIA Partners LLC

•**Descrizione fondo:** il fondo concentra gli investimenti sullo sviluppo delle imprese commerciali e sociali che servono la base della piramide socioeconomica. Fornendo risposte efficaci ai bisogni enormemente disagiate della popolazione a basso reddito, sia come consumatori e come partecipanti attivi nelle catene di valore produttivo, IGNIA cerca di potenziare l'imprenditorialità e generare impatto sociale durante la creazione di ritorni finanziari interessanti per gli investitori. I settori di massima priorità sono quelli con un impatto sproporzionato sul miglioramento del benessere dei poveri, come l'assistenza sanitaria, l'alimentazione, l'alloggio, servizi di base e l'istruzione. I potenziali investimenti devono soddisfare i seguenti criteri: modelli di business innovativi che servono i mercati BdP, presenza di imprenditori qualificati e altamente ambiziosi, alto potenziale di esecuzione di crescita e scalatura, generazione di un considerevole valore economico, Fornire un bene o un servizio che rende un significativo effetto positivo sulla capacità dei clienti BdP per accumulare beni, aumentare il loro reddito e migliorare la qualità della loro vita quotidiana.

•**Investitori:** International Finance Corporation, Inter-American Development Bank, Multilateral investment Fund, Omidyar Network, Corporacion Mexicana de Inversiones de Capital, Corporacion Andina de Fomento, J.P. Morgan, fondazione Rockefeller e fondo per lo sviluppo economicoSoros

•**Area geografica target:** India

#### Impatto

•**Valutazione Impatto:** Per monitorare l'impatto sociale e ambientale, IGNIA misura vari indicatori: il numero di posti di lavoro creati, il numero di clienti serviti, i risparmi accumulati ai clienti, aumento della produzione di asset godono i produttori, realizzazione di benefici per la salute, e gli indicatori generali di sostenibilità ambientale. Inoltre utilizza le metriche IRIS e fa parte del sistema di rating GIIRS.

#### Informazioni Finanziarie

•**Asset Class:** Real Estate

•**Tir Target:** 26%

•**Capitale impiegato:** 102 Mln \$

•**Investimento medio:** 3 Mln \$

•**Commissione di gestione:** 2,3%

•**Carried interest:** 20%

•**Hurdle Rate:** 8%

**Sito Web:** <http://www.ignia.com.mx>

### 2.3.11. CFHomes Baltimore Affordable Housing Initiative



## CFHomes Baltimore Affordable Housing Initiative

•**Anno di avvio:** 2014

•**Paese:** USA

•**Fund Manager:** City First Homes

•**Descrizione fondo:** Il fondo in collaborazione con Baltimore City Department of Housing and community development, First City Enterprises e sviluppatori locali investe nell'acquisto di case unifamiliari derivanti da aste fallimentari, successivamente fornisce le risorse necessarie per il rinnovo di queste secondo standard elevati, per poi fornirli come alloggi a prezzi accessibili.

Il programma si concentrerà sul sostegno di individui e famiglie a basso reddito, una parte del fondo sarà indirizzata alla fornitura di alloggi a soggetti in condizioni economiche estremamente basse e per fornire alloggi temporanei a soggetti senza fissa dimora. CFHomes inoltre, fornirà anche un insieme di servizi sociali a sostegno dei residenti, tra cui l'alfabetizzazione finanziaria e la consulenza di credito e l'affiancamento nelle procedure per l'ottenimento di sconti di gruppo per utilities e trasporti, ecc.

Il fondo prevede anche di preservare le abitazioni come spazi di alta qualità per i residenti che vivono all'interno, garantendo in modo tempestivo e professionale interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria, ciò al fine di ottenere il maggior impatto positivo possibile

•**Investitori:** CityFirst Enterprises, Baltimore Department of Housing and Community Development, Agenzie per lo sviluppo, HNWI, Fondazioni, Fondi pensione, Investitori al dettaglio, Altri investitori istituzionali

•**Area geografica target:** Maryland (USA)

### Impatto

•**Valutazione Impatto:** Per monitorare l'impatto sociale e ambientale, CFHomes si affida in parte alle metriche IRIS come: la percentuale di alloggi, il bersaglio target dei beneficiari, numero di unità abitative finanziate, valore delle unità abitative finanziate, individui Ospitati, tipo di alloggio. Inoltre, traccia il raggiungimento di alcuni obiettivi come ad esempio: aver dato un alloggio almeno al 50% dei residenti a basso reddito. Sono imposti anche controlli delle misure di accessibilità come l'affitto equo rispetto ai canoni di mercato nonché i proventi e la rotazione economica dei residenti nel corso del tempo. CFHomes effettua anche un sondaggio per quanto riguarda la soddisfazione degli inquilini e la qualità dei servizi forniti

### Informazioni Finanziarie

•**Asset Class:** Real Estate

•**Tir Target:** 2% sotto il livello medio del mercato

•**Ammontare di risorse gestite:** 50 Mln \$

•**Investimento minimo:** 500.000 \$

•**Commissione di gestione:** 0%

•**Carried interest:** 0%

•**Hurdle Rate:** nessuno

**Sito Web:** <http://www.impactbase.org/database/cfhomes-baltimore-affordable-housing-initiative#>

### 2.3.12. Partners for the Common Good



#### Partners for the Common Good

•**Anno di avvio:** 2001

•**Paese:** Washington DC

•**Fund Manager:** Partners for the Common Good

•**Descrizione fondo:** è un fondo di prestiti senza scopo di lucro certificato dal dipartimento del tesoro statunitense (CDFI). Il fondo supporta a livello internazionale attraverso la microfinanza principalmente organizzazioni del commercio equo a beneficio dei poveri.

Negli Stati Uniti, opera come loan-network tra i finanziatori mission-based per supportare alloggi a prezzi accessibili, strutture comunitarie, rivitalizzazione di aree urbane e imprese sociali con scopo di lucro che creano benefici per le persone a basso reddito e le comunità locali.

Il fondo è capitalizzato attraverso la vendita di Community Development Notes (CDN), un titolo di debito per istituzioni qualificate con scadenza di 5-10 anni a un tasso di rendimento annuo fisso del 0,3% (da concordare).

Il fondo opera attraverso una solida rete di partner creditizi locali con una profonda conoscenza delle comunità servite e con capacità di condurre in modo approfondito due diligence dirette e attuare un monitoraggio continuo.

•**Investitori:** Agenzie per lo sviluppo, HNWI, Fondazioni, Fondi pensione, Investitori al dettaglio, Altri investitori istituzionali

•**Area geografica target:** Mondiale

#### Impatto

•**Valutazione Impatto:** Il fondo per monitorare l'impatto sociale e ambientale, si affida a metriche di valutazione sviluppate internamente diverse dalle metriche IRIS.

Il fondo non rientra nel sistema di rating GIIR, ma è certificato dal dipartimento del tesoro statunitense. L'ultima valutazione ottenuta dal dipartimento, sulla base degli obiettivi finanziari, di impatto sociale e per prestazioni della politica di difesa dei soggetti svantaggiati, è stata AA2 +

#### Informazioni Finanziarie

•**Asset Class:** Debito

•**Tir Target:** sotto il livello medio del mercato

•**Capitale impiegato:** 16 Mln \$

•**Investimento medio:** 330.000 \$

•**Commissione di gestione:** 0%

•**Carried interest:** 0%

•**Hurdle Rate:** n.d.

**Sito Web:** <http://www.pcgloanfund.org>

### 3 I Social Impact Bond

Come già accennato, i governi spesso si ritrovano ad affrontare sfide sociali e ambientali, risolvendole mediante servizi non del tutto efficienti ed efficaci a causa delle limitate risorse finanziarie delle casse pubbliche.

L'Impact Investing, e in modo particolare il Social Impact Bond (in seguito, SIB), può rappresentare una nuova soluzione a queste problematiche e contemporaneamente una opportunità d'investimento per gli investitori che intendono perseguire il bene comune attraverso le loro scelte d'investimento.

Il Social Impact Bond, frutto della recente innovazione finanziaria, è uno strumento finanziario che si basa sull'idea di finanziare interventi a carattere sociale/ambientale attraverso l'uso di capitale privato, esplicitando in un accordo contrattuale, un rapporto collaborativo tra soggetti pubblici e soggetti privati.

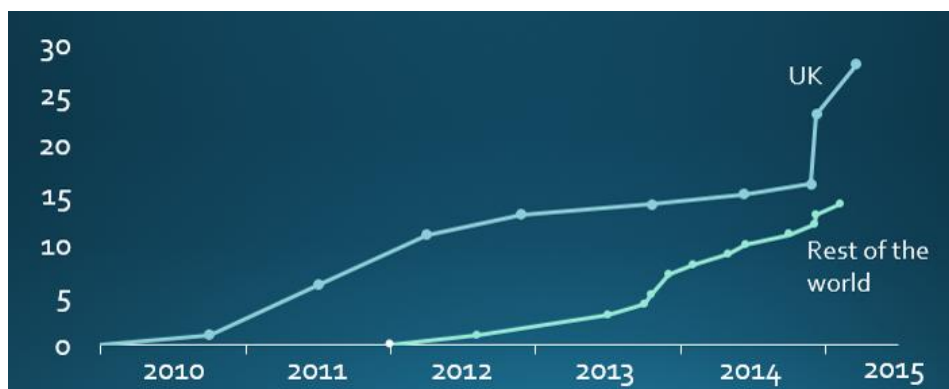
Mediante tale strumento, infatti, come sarà spiegato nel proseguo del lavoro, è ipotizzabile che le pubbliche amministrazioni saranno in grado di ottenere i capitali necessari per risolvere le sfide sociali e ambientali che vi si presenteranno - tra cui il fenomeno dei senzatetto, la giustizia minorile, gli alti tassi di recidiva nella commissione di reati, problemi riguardanti la sanità, l'istruzione, la disoccupazione e altre sfide simili.

L'idea di sviluppare i SIB nasce nel 2007 in Gran Bretagna nel momento in cui il governo britannico decideva di attuare delle politiche sociali attraverso l'uso di strumenti finanziari innovativi, date le evidenti difficoltà di finanziamento del terzo settore. Fu implementato per la prima volta nel Regno Unito nel 2010 e successivamente si è diffuso anche in altri paesi, tra cui gli USA, in cui nel 2012 venne lanciato il primo Social Impact Bond, basato sul modello britannico di *Peterborough*<sup>31</sup> per ridurre il tasso di recidiva nella città di New York. Ancora dopo Australia e altri paesi Europei come Austria, Belgio, Germania e Portogallo hanno iniziato ad adottare il SIB. Tuttavia, l'evoluzione dei SIB, in questi cinque anni, ha riguardato principalmente il Regno Unito come può essere notato nelle figure 16 e 23.

---

<sup>31</sup> Vedi *infra* paragrafo 3.5.1.

**Figura 16 Confronto sviluppo SIB UK vs Resto del mondo**



**Fonte:** Tomkinson, 2015

Data la potenzialità di questo strumento, è doveroso approfondire il tema in modo da comprendere il funzionamento e la struttura, i soggetti che possono essere coinvolti e i punti di forza e di debolezza di questo strumento di Impact Investing. Inoltre, si cercherà di definire un inquadramento a livello globale dei SIBs in essere e di quelli, attualmente in fase di progettazione, che si pensa possano essere attuati in un futuro prossimo.

### **3.1 Definizione, natura e principali caratteristiche**

Il Social Impact Bond viene identificato in modo differente tra gli operatori del settore operanti nelle diverse aree del mondo, in particolare in Gran Bretagna viene indicato come *Pay-for-Results* (PfR), mentre negli Usa viene denominato come *Pay-for-Success* (PfS). Ai fini di questo lavoro, dato che pur essendo nominati in maniera diversa la sostanza rimane la medesima, si è scelto di riferirsi a tali strumenti con il solo termine di Social Impact Bonds.

Il SIB è un contratto finanziario, in cui una parte, il committente - in genere un'entità pubblica - si impegna a pagare per il raggiungimento di un risultato sociale desiderato, e dall'altra parte, gli investitori si impegnano a fornire un finanziamento anticipato per operazioni di fornitura di servizi, ricevendo un ritorno dal committente una volta che i risultati prefissati saranno raggiunti (Social Finance Ltd, 2007)<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> La Social Finance Ltd è un'organizzazione senza fini di lucro istituita nel 2007 in occasione del lancio del primo Social Impact Bond in Gran Bretagna.

In altri termini, il modello di Social Impact Bond è un metodo innovativo di finanziare il benessere e altri servizi sociali. Esso mira a migliorare un risultato sociale attraverso la collaborazione fra pubblica amministrazione, fornitori di servizi e investitori esterni per il tramite di una serie di contratti, in base ai quali, viene sancito un accordo in cui:

- la P.A. si impegna a pagare gli investitori qualora l'obiettivo venga raggiunto;
- i fornitori di servizi affrontano la sfida sociale, offrendo un intervento nella comunità beneficiaria;
- gli investitori forniscono il capitale necessario ai fornitori di servizi per fornire l'intervento.

Inoltre, nel caso in cui vengono raggiunti risultati migliori rispetto all'esito sociale definito ex-ante, i pagamenti pubblici sono maggiorati, e di conseguenza, anche i rendimenti finali per gli investitori sono maggiori.

Considerando questi fattori alcuni operatori affermano che il SIB agisce più come un contratto *futures* sociale piuttosto che come uno strumento di debito sociale (Nicholls & Tomkinson, 2013). In effetti, nonostante venga identificato come *Bond*, esso non può essere considerato come tale in senso stretto, dato che rappresenta una modalità di finanziamento in cui il rendimento per l'investitore *deriva* dagli impatti positivi generati da una certa iniziativa sociale. Il SIB è molto più vicino alla remunerazione azionaria, anche se nel caso specifico la remunerazione non è legata ai risultati finanziari della società, ma bensì ai risultati dell'attività finanziata in termini di valore creato per la collettività; in effetti, differisce da una obbligazione semplice, con la quale l'investitore ottiene una cedola fissa periodica e la restituzione del capitale al termine del finanziamento.

I principali elementi caratterizzanti del SIB sono individuabili nella natura dello strumento. In particolar modo il SIB rientra nella categoria dei c.d. “*Outcomes based-contracts*”. Postulato di base per il ritorno del capitale e del rendimento al finanziatore è il raggiungimento di un obiettivo sociale prefissato, il quale permette un risparmio da parte dei governi in termini di spesa pubblica per l'erogazione dei servizi sociali. Inoltre, esso rappresenta un ottimo catalizzatore di risorse private verso le necessità del settore sociale, grazie al fatto che l'investimento non è erogato in un'unica soluzione, ma viene ripartito sulla base del raggiungimento di obiettivi intermedi. Altra caratteristica che distingue il SIB dagli strumenti tradizionali è il rapporto collaborativo che si viene a generare tra i

soggetti coinvolti. Infatti, esso si configura come uno strumento “*Win to Win*”, ossia uno strumento che è capace di generare benefici per tutti gli attori coinvolti. Affinché ciò accada è necessaria la collaborazione, l’impegno nel mettere in campo le competenze possedute e principalmente l’assenza di asimmetria informativa tra i contraenti.

Dal punto di vista puramente teorico, il funzionamento del SIB è abbastanza lineare. L’idea di base di tale strumento è quella secondo cui il committente paga all’investitore un ritorno economico nel momento in cui grazie all’investimento di quest’ultimo una terza organizzazione riesce a fornire alla collettività dei servizi che permettono di raggiungere un determinato impatto sociale positivo. Nel caso in cui tale obiettivo non venga raggiunto l’investitore non ha diritto a ricevere né il capitale investito né un rendimento.

Nella realtà dei fatti, tale strumento non è così semplice da implementare; infatti, è necessario considerare altri fattori che interagiscono per il buon esito dell’iniziativa. Innanzitutto, è importante stabilire il settore su cui si vuole intervenire e i soggetti target su cui agire; inoltre, è necessario stabilire gli obiettivi che si intendono raggiungere. E qui si apre una ulteriore problematica: la misurazione dell’impatto. Per la citata “*Teoria dell’Additività*”, l’iniziativa deve infatti generare un impatto positivo, misurabile, rispetto a cosa sarebbe accaduto se l’iniziativa non fosse stata avviata.

Una criticità del SIB è data dal fatto che, pur rappresentando un modo innovativo per risolvere i problemi di natura sociale, non può essere applicato indistintamente a tutti gli ambiti. Infatti, prima di implementare tale strumento, sarà necessario valutare se esso è lo strumento preferibile oppure sarà meglio utilizzare gli strumenti tradizionali. Ciò che si vuole sottolineare è che nello scegliere strumenti innovativi bisogna fare attenzione a non cadere nella trappola di utilizzare lo strumento innovativo in quanto tale, senza considerare che su un determinato ambito forse sarebbe stato meglio continuare a usare gli strumenti tradizionali.

Per valutare se l’implementazione del Social Impact Bond sia la migliore alternativa, bisogna seguire un preciso processo decisionale, ad esempio, come quello tracciato nella Figura 17. Innanzitutto, occorre individuare e valutare i bisogni sociali su cui agire; per far ciò il proponente deve avere una ampia conoscenza del problema e delle possibili azioni da implementare. Occorre quindi valutare più nel dettaglio il problema da affrontare, attraverso analisi sui trend demografici e sulle esigenze di spesa, in modo da identificare i

soggetti beneficiari del programma sociale, così come altri soggetti potenzialmente interessati. Infatti, l'identificazione della popolazione beneficiaria permette di attuare dei programmi mirati al soddisfacimento delle sue necessità, evitando l'implementazione di programmi troppo dispersivi o troppo ristretti. Il passaggio successivo consiste nello stabilire quali siano gli obiettivi e gli interventi da attuare, individuando, contemporaneamente, i potenziali soggetti a cui potrà essere affidata l'erogazione dei servizi. La fase successiva delinea lo studio di fattibilità del progetto, da un punto di vista economico finanziario.

**Figura 17** processo decisionale



**Fonte:** Social Finance, 2012

In particolar modo, vengono valutati il costo e i relativi risparmi, la probabilità di successo e la scalabilità del programma.

Per quanto riguarda il costo del programma, affinché possa essere considerato economicamente sostenibile, l'intervento deve avere costo inferiore rispetto allo *status quo* in modo tale da ottenere un risparmio.

Infatti, come può essere notato nella Figura 18, la remunerazione del SIB si fonda proprio su questo surplus di valore, ripartito fra i partner in seguito al raggiungimento degli

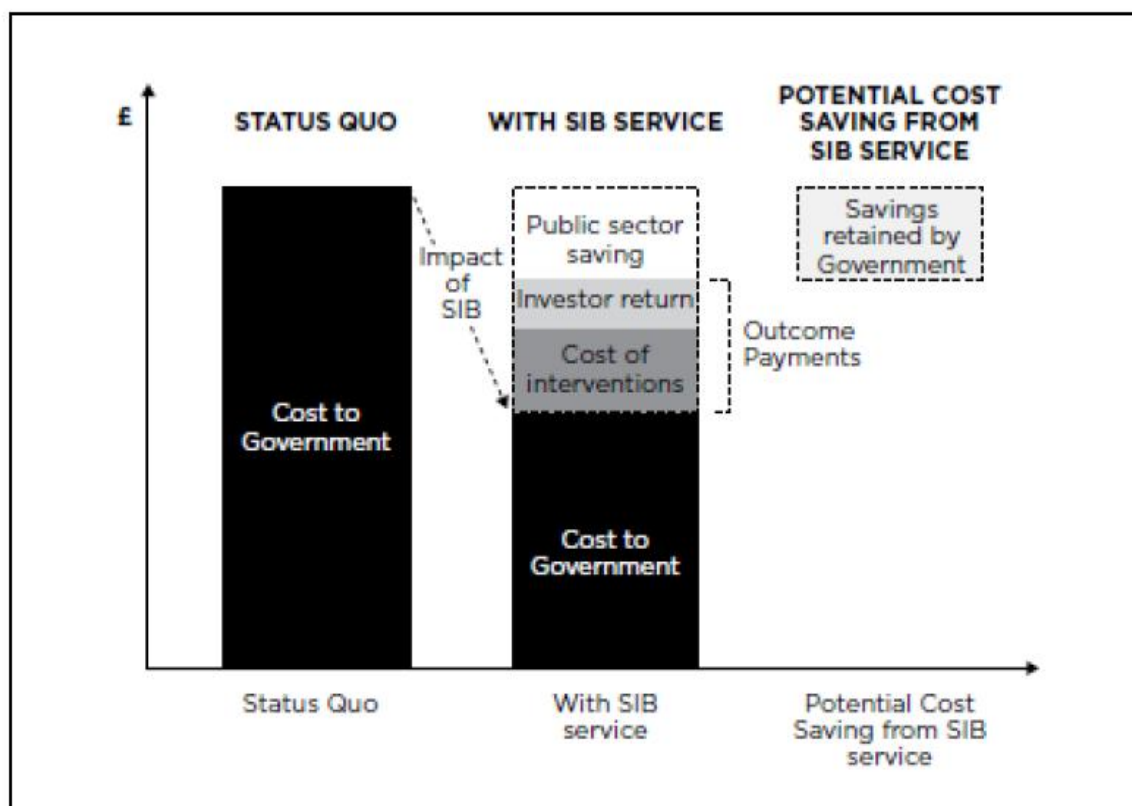


obiettivi prefissati. In assenza di tale surplus, si avrà che gli investitori non ottengono alcun rendimento sul capitale investito, il fornitore del servizio e l'intermediario non ricevono alcun premio, e il committente non è incentivato a far partire il programma.

In merito alla probabilità di successo del programma, si dovrebbe puntare su iniziative ritenute più di successo, poiché data la recente evoluzione dello strumento e rischi che esso comporta, principalmente per gli investitori, bisogna che sia un programma con un elevato grado di appetibilità.

Infine il programma deve risultare scalabile, ossia il programma deve permettere che siano effettuati nuovi investimenti e che possa ampliare la propria "potenza di fuoco".

**Figura 18 Risparmi potenziali SIB**



**Fonte:** Pasi, 2015

La fase successiva all'implementazione del modello finanziario, riguarda la progettazione del programma, in cui vengono chiarite le azioni da intraprendere, vengono selezionati i

soggetti (enti no-profit, associazioni, imprese sociali<sup>33</sup>, B-corporation<sup>34</sup>) che forniranno i servizi sociali ai beneficiari e vengono chiariti tutti gli aspetti riguardanti l'implementazione dell'iniziativa. La fase finale, riguarda poi la contrattualizzazione di tutti gli aspetti emersi in fase di negoziazione, la regolamentazione di tutte le relazioni tra i diversi partner e infine l'implementazione vera e propria del programma.

### 3.2 Struttura e attori coinvolti

Il Social Impact Bond, configurandosi come uno strumento di partenariato tra soggetto pubblico e privati, rappresenta uno strumento abbastanza complesso. Il fine di questo strumento è quello di raccogliere capitali privati da destinare a servizi sociali/ambientali, quindi la struttura sarà diversa in base agli obiettivi e al grado di coinvolgimento dei diversi attori. Tuttavia, è possibile individuare una struttura di base, in cui è indispensabile il coinvolgimento di almeno un soggetto beneficiario, un investitore, un fornitore del servizio sociale che ha bisogno di capitale iniziale per sviluppare il suo servizio e di un ente pubblico che si impegna ad acquistare, per un prezzo definito in un accordo basato sui risultati, il servizio sociale. La struttura standard rappresentata in Figura 19 coinvolge, tipicamente, sei attori e si compone di sette passaggi/azioni.

Gli attori coinvolti possono essere individuati in:

- **Committente** (Outcome Payors), rappresentato dall'Amministrazione pubblica, sia a livello statale sia a livello locale, da fondazioni o altri enti promotori. Consiste nel soggetto che da avvio all'iniziativa e si impegna a pagare un corrispettivo correlato al raggiungimento dei risultati. Esso, tipicamente opera per il soddisfacimento di bisogni pubblici, e può avere sia natura pubblica sia natura privata. In entrambi i casi, tale soggetto svolge alcuni compiti che possono essere definiti principali, quali ad esempio: la determinazione e l'individuazione dei bisogni sociali da soddisfare, la realizzazione di una strategia di approvvigionamento delle proposte, la negoziazione delle clausole contrattuali con intermediari, provider e investitori e infine il rimborso di questi ultimi in caso di successo del programma. Tra i compiti

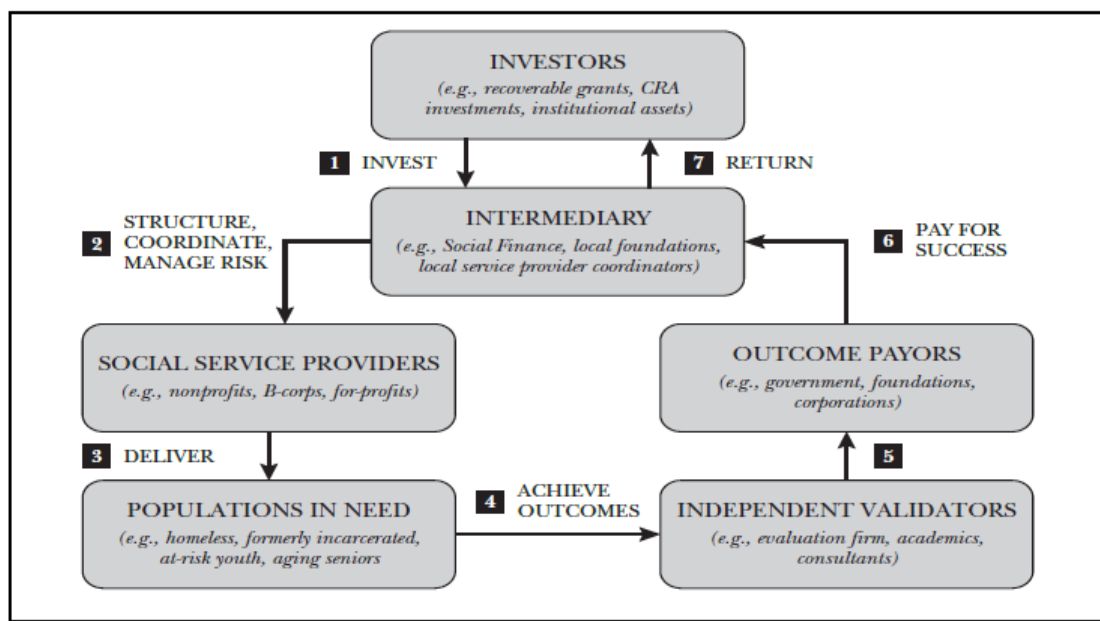
---

<sup>33</sup> Possono acquisire la qualifica di impresa sociale tutte le organizzazioni private, ivi compresi gli enti di cui al libro V del codice civile, che esercitano in via stabile e principale un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o servizi di utilità sociale, diretta a realizzare finalità di interesse generale, e che hanno i requisiti di cui agli articoli 2, 3 e 4 del decreto Lgs. n. 155 del 2006.

<sup>34</sup> Vedi *Infra* 1.5.

accessori troviamo, invece, selezionare i fornitori di servizi e occuparsi della progettazione del programma;

**Figura 19 Struttura Standard SIB**



Fonte: Pasi, 2015

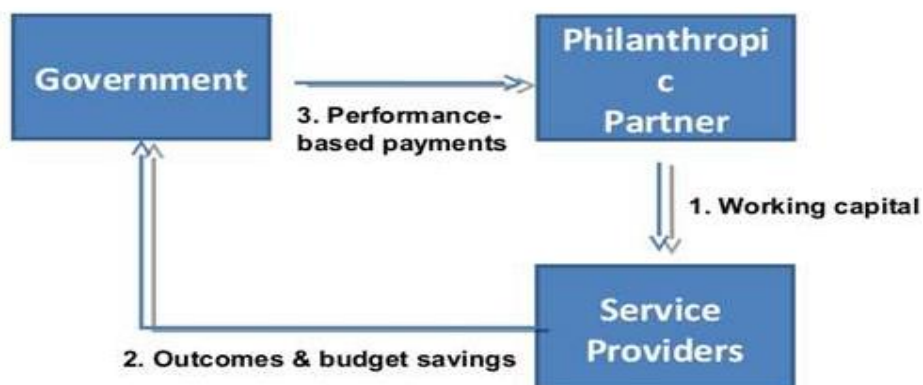
- **I fornitori del programma sociale** (Service Provider), rappresentati da organizzazioni no profit, imprese sociali, B-corp: si occupano, principalmente, di offrire i servizi delineati dal programma ai beneficiari individuati. Altri compiti da essi svolti riguardano la progettazione operativa dell'iniziativa, attraverso la selezione della tipologia di azioni da intraprendere, durata e intensità delle stesse, la raccolta dati e loro analisi volte al monitoraggio continuo dell'avanzamento del programma da effettuare con gli intermediari e infine hanno il compito di assicurarsi che le clausole negoziali non mettano in atto dei meccanismi di incentivazione perversi, ma che siano diretti al miglior soddisfacimento dei bisogni della popolazione target;
- **Investitori** (Investors), sia tradizionali sia investitori ad impatto, forniscono il capitale necessario per il sostenimento dei costi iniziali di avvio del programma. Essi, nonostante siano i soggetti sui quali ricade la maggior parte del rischio

derivante dal meccanismo dei Social Impact Bond, non svolgono un ruolo attivo nell'implementazione del programma;

- **Intermediario specializzato** (Intermediary), esso rappresenta la figura chiave nella strutturazione del SIB, poiché svolge il ruolo di procacciatore di fondi tra gli investitori. Gli intermediari, possono essere delle specifiche organizzazioni focalizzati sui SIB come Social Finance in UK, o degli enti finanziari ben strutturati e stabili con ampie competenze ed esperienze nella fornitura di servizi sociali. Essi oltre a intercettare i fondi necessari, sono responsabili della selezione dei fornitori di servizi, del monitoraggio dell'iniziativa e si occupano di ricevere e trasferire i pagamenti da parte del committente in caso di successo del programma. Inoltre, l'intermediario promuove lo strumento fra i potenziali partner cercando di instaurare con essi un insieme di rapporti basati sulla fiducia reciproca;
- **Valutatore esterno** (Independent validators), è un soggetto indipendente dagli altri partner che esprime un giudizio professionale sul raggiungimento dei risultati e il perseguimento degli obiettivi prefissati;
- **Beneficiari** (Population in need), sono rappresentati dalla popolazione target verso la quale sono indirizzati i servizi sociali dell'iniziativa;

Per quando riguarda la struttura basilare in cui sono coinvolti solo un investitore, la Pubblica Amministrazione e il fornitore di servizi, si ha che le relazioni da costruire sono molto più semplici e snelle. In tal caso il soggetto finanziatore fornisce il capitale al provider, mediante il quale quest'ultimo svolge i propri compiti e permette alla PA di ottenere i risparmi e i risultati desiderati, quindi quest'ultima effettuerà il pagamento direttamente all'investitore. In questa struttura si ha un forte rapporto di collaborazione e fiducia tra i diversi partner, infatti vengono meno le figure del valutatore e dell'intermediario. Un esempio è mostrato nella figura seguente.

**Figura 20** Struttura essenziale SIB

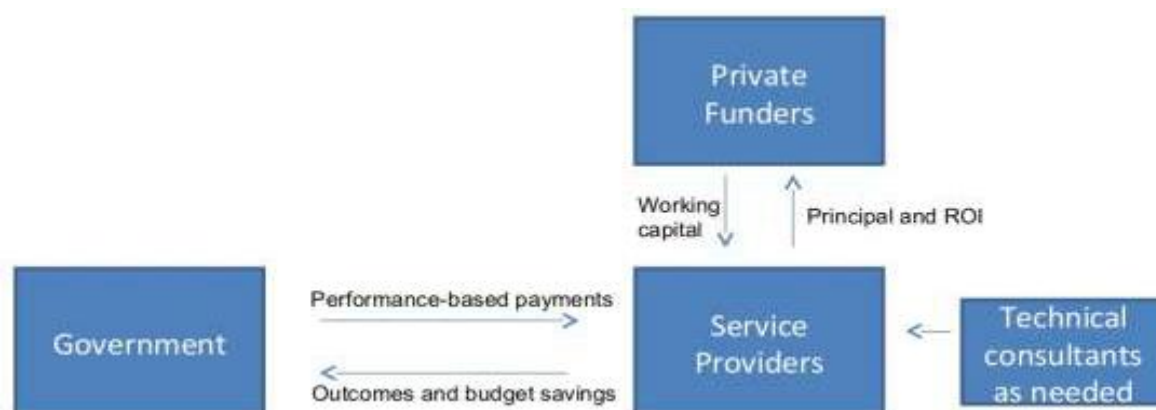


Fonte: Chamaki, 2015

In alcuni casi è ipotizzabile una struttura differente, rappresentata in Figura 21 in cui non si ha un rapporto tra PA e investitore, poiché tutte le transazioni avvengono attraverso il fornitore di servizi. In questa ipotesi sarà il fornitore di servizi a contrattare direttamente con l'investitore per ottenere il capitale necessario al raggiungimento degli obiettivi e sarà esso stesso ad impegnarsi, verso il terzo finanziatore, per la restituzione del capitale più eventuali rendimenti.

Mentre, la PA dopo che un valutatore indipendente certifica il raggiungimento dei risultati, pagherà al fornitore del servizio.

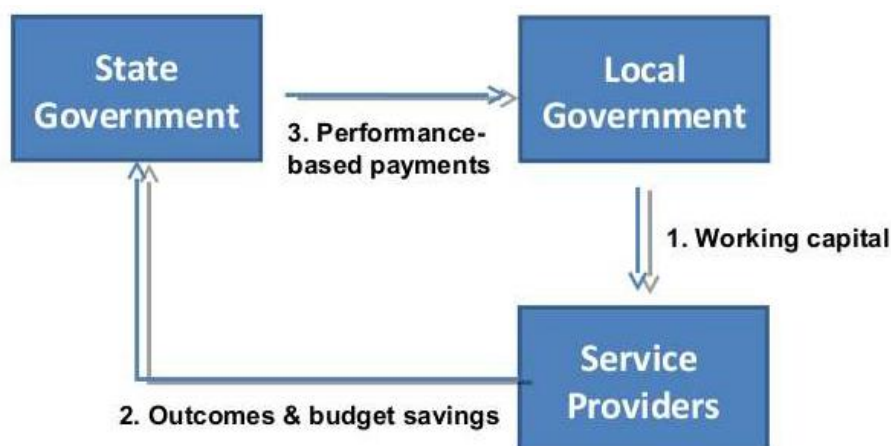
**Figura 21** Prima variante Struttura SIB



Fonte: Chamaki, 2015

Più raramente, è anche possibile che il Social Impact Bond si configuri come una partnership tra i diversi organi della PA. In questo caso particolare, saranno gli enti locali a fornire il capitale per il progetto, i quali riceveranno un trasferimento da parte dello Stato, pari al capitale investito maggiorato degli eventuali interessi, nel caso di raggiungimento degli obiettivi prestabiliti. Anche in questa ipotesi resta presente la figura del fornitore di servizi. Tale struttura è rappresentata in Figura 22.

**Figura 22 Seconda Variante struttura SIB**



Fonte: Chamaki, 2015

### 3.3 Vantaggi, rischi e criticità legati al Social Impact Bond

Una delle caratteristiche distintive del Social Impact Bond è data dal fatto che esso si configura come uno strumento “*Win to Win*”, capace di conferire benefici a tutti i soggetti interessati.

In particolar modo il beneficio principale va a favore della Pubblica Amministrazione, che attraverso questo strumento ha la possibilità di fornire alcuni servizi sociali senza aggravare ulteriormente la propria situazione finanziaria. Attraverso il SIB la PA dovrà corrispondere risorse finanziarie solo nel caso in cui l’iniziativa abbia successo e vengono raggiunti i risultati predefiniti, mentre il rischio di fallimento del progetto e di conseguenza la perdita del capitale grava esclusivamente sugli investitori. Ciò comporta che la PA non dovrà sostenere i costi *up-front* dell’iniziativa, ma si deve limitare ad accantonare le risorse necessarie per poter ripagare il SIB. Oltre al vantaggio puramente economico, il Social Impact Bond permettono alla PA di agire in modo efficace e tempestivamente su alcuni

temi e problemi sociali, che spesso rimangono fuori dal raggio di azione in quanto marginali o parzialmente soddisfatti da iniziative filantropiche. Allo stesso tempo, a godere dei benefici sarà di certo anche l'intera collettività, poiché oltre ad usufruire di maggior servizi e programmi di natura sociale che permettono il miglioramento della qualità di vita, nel caso di fallimento delle iniziative non subiranno alcuna ripercussione in termini economici, poiché se in tal caso la PA non sarà chiamata a pagare, si può ipotizzare che non saranno necessari interventi che provocano l'aumento della pressione fiscale.

A usufruire dei vantaggi del Social Impact bond sono anche le imprese sociali, le B-corp e le organizzazioni no-profit, le quali attraverso tale strumento riescono a partecipare a contratti basati sui risultati, dai quali solitamente sono esclusi a causa delle loro scarsa patrimonializzazione e delle poche garanzie che possono offrire ai finanziatori privati. Attraverso questo strumento, essi riescono a svincolarsi dalle donazioni e contributi e riescono a raccogliere capitale tra i soggetti privati, inoltre, in base alle evidenze riscontrate in questi ultimi anni, le fonti raccolte sono tipicamente stabili e di medio lungo termine.

Sebbene gli investitori sono i soggetti che si accollano gran parte dei rischi derivanti dall'implementazione di tale strumento, anche essi possono ricavarne dei benefici. Più precisamente, essi oltre ad ottenere un rendimento finanziario ricevono un rendimento di impatto sociale che giova sicuramente alla loro reputazione, inoltre tale strumento come già discusso nel precedente capitolo, rappresenta un'opportunità d'investimento che al pari di altri investimenti ad impatto permette di diversificare il portafoglio d'investimento, rendendolo allo stesso tempo meno volatile, grazie al comportamento anti ciclico di questa tipologia di investimenti.

Certamente il Social Impact Bond, come qualsiasi altro strumento finanziario, comporta dei rischi, che possono essere identificati in:

- **Rischio di fallimento del programma**, dovuto alla non adattabilità del SIB al contesto specifico per cui è stato creato;
- **Rischio di implementazione**, dovuto principalmente al rivelarsi dell'incapacità dei fornitori del servizio nella gestione degli interventi e delle azioni da attuare;
- **Rischio di intermediazione**, deriva dall'inefficienza operativa dell'intermediario a seguito delle limitate competenze e relazioni nell'ambito del terzo settore e nella

capacità dello stesso di creare le relazioni fiduciarie fra i diversi partner che prendono parte all'iniziativa;

- **Rischio politico**, potrebbe anche essere definito come rischio di solvibilità della controparte pubblica, infatti, esso deriva principalmente dalla incapacità della PA di far fronte alle obbligazioni a suo carico in caso di successo del programma;
- **Rischio finanziario**, consiste nel rischio tipico di un investimento; esso ricade principalmente sull'investitore, in modo particolare nel caso in cui non si ha la presenza di garanzie o altre forme di copertura.

A differenza di altre opportunità d'investimento, in cui i rischi sono più o meno distribuiti equamente tra i vari attori, il Social Impact Bond si caratterizza per il fatto che è l'investitore a farsi carico di gran parte dei rischi sopra elencati, mentre gli altri partner corrono dei rischi legati alla loro reputazione e professionalità. Questo perché secondo il meccanismo puro di SIB si ha che in caso di fallimento dell'iniziativa: la PA non ha obbligo di sostenere costi, i fornitori di servizi vengono ugualmente ricompensati per il lavoro svolto indipendentemente dal risultato e l'intermediario trattiene la propria commissione direttamente al momento della raccolta delle fonti.

Questa criticità è confermata dal fatto che in alcuni dei SIB fin ora lanciati esistono dei fondi di garanzia che coprono parte delle perdite in modo tale da renderli più allettanti agli occhi degli investitori. Allo stesso tempo però, la presenza di un fondo di garanzia o di una copertura comporta lo stravolgimento della natura del Social Impact Bond, poiché non si configura più come un meccanismo in cui tutti i partner ne traggono beneficio (Fondazione Cariplo, 2013).

Altro aspetto a sfavore di questo strumento è dato dalla presenza di elevati costi di transazione, poiché trattandosi di uno strumento che si trova ancora in fase di sperimentazione, è necessaria la presenza di intermediari altamente qualificati in questa tipologia di transazioni, e questi ad oggi sono una piccola nicchia. Però, ci si aspetta che questa criticità possa venire a mancare fra qualche anno nel momento in cui il SIB sarà uno strumento affermato.

Infine, così come per tutti gli investimenti ad impatto sociale, si ripropone il tema della misurazione dell'impatto sociale/ambientale. Anche se sotto altra veste, tale problema è presente nel meccanismo del SIB, poiché è necessario misurare l'impatto generato



dall'iniziativa per definire il raggiungimento totale o parziale degli obiettivi prefissati, e dare avvio al pagamento da parte del committente.

Per poter misurare se il programma ha avuto esito positivo o negativo, bisogna far sì che sia valutabile l'impatto generato da tale iniziativa, ma allo stesso tempo si necessita di conoscere cosa sarebbe successo in caso di assenza del programma. Per avere queste informazioni è necessario individuare il campione di popolazione su cui concentrare l'analisi, tipicamente rappresentata da una parte dei beneficiari del programma, per poi proseguire con la misurazione dei risultati ottenuti, basandosi su un metodo di valutazione e infine, attuare una trasformazione dei risultati sociali in risultati economici.

La selezione del campione è tipicamente fondata su dati e caratteristiche personali opportunamente raccolte, le quali, permettono di individuare il gruppo di soggetti che meglio si presta a rappresentare l'intera popolazione, nonostante, sia preferibile selezionare il campione in maniera casuale, in modo da evitare la presenza di distorsioni dei risultati derivanti dall'individuazione del campione, questa modalità di operare sembra ad essere la più efficace. Per quanto riguarda la misurazione dei risultati nella prassi sono utilizzati i così detti **metodi controfattuali**, ossia vengono confrontati i risultati del campione prescelto con le evidenze riscontrate su un altro gruppo selezionato per il quale è stato ipotizzato la non presenza del programma.

I metodi attualmente usati per la valutazione degli interventi a favore della collettività possono essere distinti in<sup>35</sup>:

- Metodo sperimentale;
- Metodo quasi-sperimentale;
- Metodo non sperimentale.

Quello che risulta ad essere il più accurato, rigoroso e affidabile è il **metodo sperimentale**, il quale si basa su un confronto diretto tra campione e gruppo di “controllo reale” non sottoposto all'iniziativa, garantendo la possibilità di misurare e comparare in modo oggettivo i risultati del trattamento. Purtroppo tale metodo non può essere sempre

---

<sup>35</sup> Per Approfondimenti in merito ai metodi si rimanda a Fondazione Cariplo, 2013. *I Social Impact Bond. La finanza al servizio dell'innovazione sociale?*.

applicato poiché richiede una gran mole di dati e informazioni affidabili e di elevata qualità, spesso non reperibili, inoltre, comporta un gran dispendio di tempo e denaro. Dal punto di vista teorico un ulteriore limite di questo metodo è dato dalla scarsa generalizzabilità delle stime, dovuta alla scelta non casuale delle unità statistiche.

Una valida alternativa, anche se meno strutturato e rigoroso, è rappresentato dal metodo **quasi-sperimentale**, il quale si differenzia dal metodo sperimentale per il fatto che non viene ricercato un gruppo di controllo reale, ma il confronto viene effettuato fra il gruppo beneficiario e un campione statistico con caratteristiche simili oggettivamente misurabili. Il principale vantaggio di questo metodo è dato dalla possibilità di poter controllare e gestire le numerose variabili ed evitare la presenza di variabili omesse, causa spesso di distorsioni nei risultati. Altro vantaggio è rappresentato dalla possibilità di poter modificare facilmente la selezione del campione statistico nel caso in cui si riconosce di aver commesso un errore nella selezione, cosa permessa anche nel metodo sperimentale, ma solo attraverso un intervento *ad hoc*, che necessita di un periodo di tempo elevato. Una alternativa ritenuta meno valida è poi rappresentata dal **metodo non sperimentale**, il quale basa le proprie analisi sul confronto con delle serie storiche che riguardano soggetti con caratteristiche simili o lo stesso campione di beneficiari prima che venissero coinvolti nell'iniziativa. Questo comporta, da un lato la necessità di una gran mole di dati e informazioni, dall'altro esso non risulta altrettanto rigoroso e ben strutturato come il metodo sperimentale. Inoltre nel caso in cui per il confronto fossero utilizzate delle informazioni frutto di stime da parte di esperti, tale metodo risulta ad essere ancora meno affidabile.

Per quanto riguarda la trasformazione dei risultati sociali in risultati economici, si ha che tale processo di stima risulta essere molto complesso e spesso frutto di elaborazioni soggettive effettuate dal committente. Bisogna stimare *in primis* il costo sociale procapite sostenuto, ad esempio, dalla PA per il finanziamento dei programmi volti alla risoluzione delle medesime necessità, questo, solitamente, viene attuato attraverso statistiche condotte dalla PA<sup>36</sup> oppure appositamente negoziato fra le parti. Successivamente, sarà necessario moltiplicare tale costo per il valore dell'indicatore di risultato, ad esempio il numero di senzatetto tolti dalla strada o il numero di carcerazioni evitate, ovvero il valore economico

---

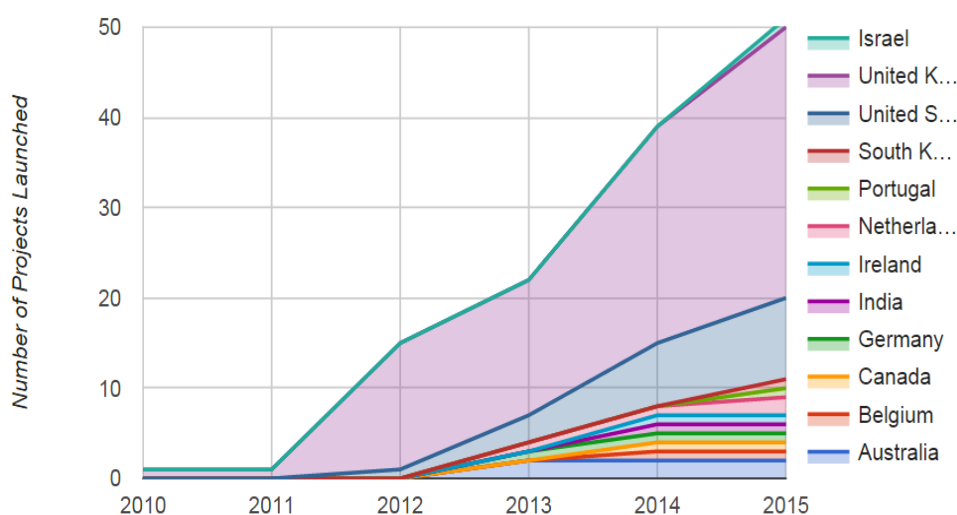
<sup>36</sup> Un esempio di database in cui sono raccolti i dati relativi alla spesa pubblica per programmi sociali usato in Gran Bretagna è disponibile al seguente link:  
[http://neweconomymanchester.com/stories/832-unit\\_cost\\_database](http://neweconomymanchester.com/stories/832-unit_cost_database).

che verrà pagato dal committente in caso di raggiungimento dell'obiettivo pattuito (Fondazione Cariplo, 2013).

### 3.4 Il mercato globale dei Social impact bond

I Social Impact Bond hanno recentemente generato curiosità e sempre maggiore apprezzamento sia da parte di soggetti privati sia da soggetti pubblici. Questo può essere notato dalla velocità con cui tale strumento nell'arco di cinque anni si è diffuso nel globo, in particolare con la forte espansione avvenuta a partire dal 2012. Dal 2010, anno in cui è stato lanciato il primo SIB<sup>37</sup>, ad oggi si contano già circa 47, SIB implementati nelle varie aree geografiche del mondo, come può essere notato nella figura seguente in cui si riporta il numero di strumenti lanciati negli anni distinti per paese. Inoltre, è facile notare che il paese maggiormente attivo su questo fronte è stato il Regno Unito (colore viola), che da solo nel 2015 conta circa 30 SIB; altra area fortemente interessata è l'America del Nord, in cui si hanno circa 11 SIB, di cui 10 negli USA, infine alcune sperimentazioni sono state attuate anche in Australia, altri paesi europei (Austria, Belgio, Germania, Irlanda, Olanda, Portogallo e Svizzera) e asiatici (Corea del Sud, Israele e India).

**Figura 23** Numero di SIB Implementati nel tempo



**Fonte:** Finance for Good, 2015

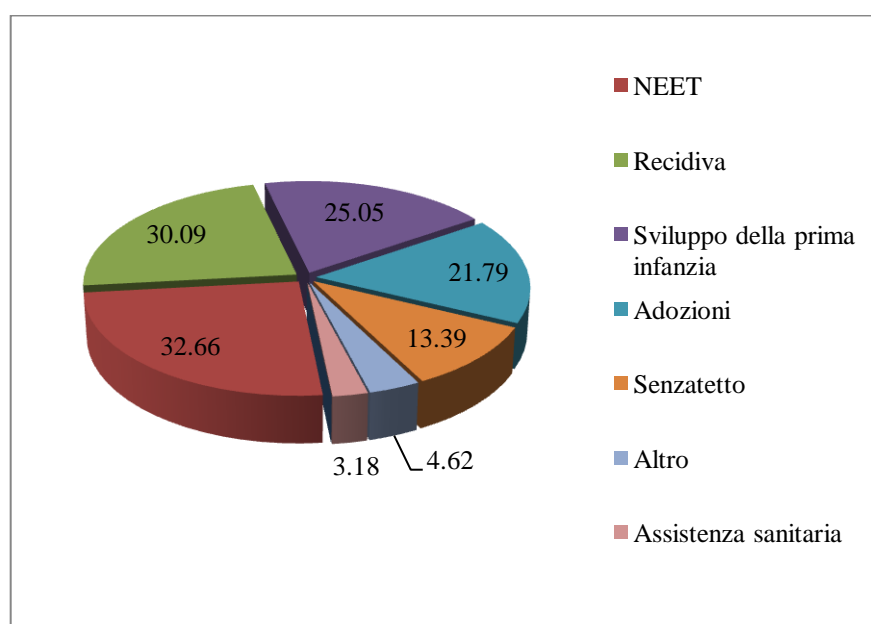
<sup>37</sup> Si tratta del Social Impact Bond lanciato nel Regno Unito per ridurre il tasso di recidiva del carcere di Peterborough.

I Social Impact Bond fino ad ora lanciati tendono a focalizzarsi su alcuni temi sociali riguardanti principalmente: la fascia di popolazione composta da giovani che hanno terminato gli studi e non sono alla ricerca di un lavoro pur essendo disoccupati o inoccupati (*NEET*), la recidiva, lo sviluppo della prima infanzia, le adozioni, i senzatetto e l'assistenza sanitaria. In particolare, su un valore totale del mercato dei SIB pari a circa 187,3 mln di dollari Canadesi (Finance for Good, 2015), corrispondenti a circa 131 mln di Euro<sup>38</sup> si ha che il:

- 24,9% riguarda il tema dei NEET;
- 23% riguarda la recidiva;
- 19,1% viene investito nelle sviluppo della prima infanzia;
- 16,6% concerne il tema delle adozioni;
- 10,2% riguarda il problema dei senzatetto;
- 3,8 % altro;
- 2,4% assistenza sanitaria.

Gli investimenti in termini assoluti nei diversi temi sono rappresentati nel seguente grafico.

**Figura 24 Valore mercato Globale SIB (Mln Euro)**

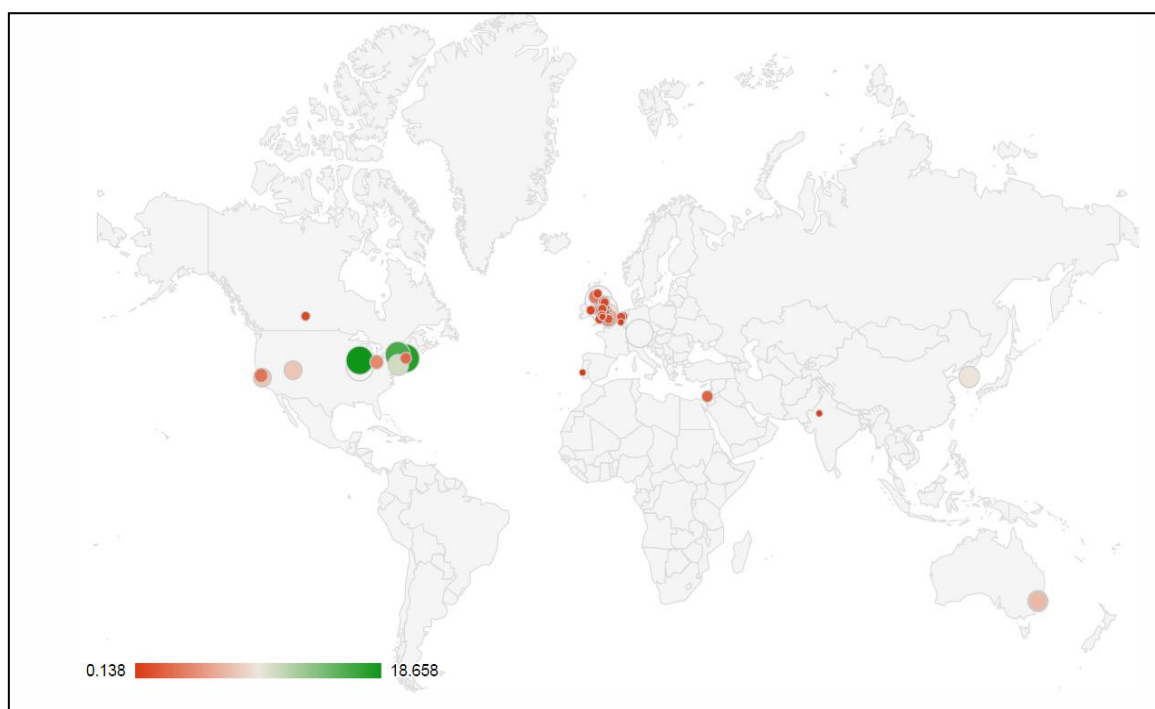


**Fonte:** Rielaborazione propria dati Finance for Good , 2015

<sup>38</sup> Tasso di cambio del 13/11/2015 fornito dalla Banca d'Italia al link: <http://cambi.bancaditalia.it/cambi/cambiG.do>.

Poc'anzi è stato presentato lo sviluppo negli anni dei Social Impact Bond, evidenziando anche i paesi in cui questi si sono maggiormente affermati, però si ritiene sia interessante capire oltre il numero di SIB implementati anche l'ammontare investito nelle diverse aree geografiche. Per condurre questa analisi saranno utilizzati i dati messi a disposizione da *Finance for Good* (2015), un'organizzazione no profit operante nel settore dei SIB dal 2012. Tale organizzazione nel primo semestre del 2015 ha tracciato la distribuzione dei SIB per area geografica e valore in termini d'investimento, da cui è possibile estrapolare alcune informazioni utili. In primo luogo, si deduce che l'ammontare dell'investimento medio nei SIB è pari a circa 9,5 mln di dollari canadesi, pari a 6,63 mln di Euro, mentre si ha un investimento massimo di circa 19 mln di dollari canadesi, ossia 13,26 mln di Euro e un investimento minimo pari a circa 140.000 dollari, pari a circa 98.000 Euro. Inoltre, così come può essere notato nella Figura 25, i risultati della ricerca mostrano che: nonostante il Regno Unito sia l'area geografica con un maggior numero di SIB implementati, esso si caratterizza per la presenza di investimenti al di sotto dell'investimento medio globale. Viceversa, negli USA si ha la preponderanza di investimenti al di sopra di tale media, infatti è proprio in questa area geografica in cui si registrano i maggiori capitali investiti.

**Figura 25 Valore investimento in SIB nel Mondo**



**Fonte:** Finance for Good, 2015

Attuando un confronto fra le aree geografiche interessate, i capitali investiti e i temi abbracciati si può desumere che:

- In Europa, la maggior parte dei capitali sono stati investiti in programmi riabilitativi a favore dei NEET (circa 31 mln di Euro), in programmi volti ad una migliore qualità di vita per la prima infanzia (circa 9,2 mln di Euro), in iniziative volte a prevenire il fenomeno dei senza tetto (circa 8,8 mln di Euro). Seguiti da iniziative per la riduzione della recidiva (6,35 mln di Euro) e da programmi volti all'assistenza sanitaria (3,17 mln di Euro).
- Nel Nord America, invece il tema che viene maggiormente affrontato è la recidiva con un investimento di circa 23,74 mln di Euro, seguita dai temi relativi allo sviluppo della prima infanzia (18,4 mln di Euro), ai senzاتetto (10,3 mln di Euro), alla fascia di popolazione NEET (7,4 mln Euro) e in minima parte dall'assistenza sanitaria su cui sono stati investiti solo 1,8 mln di Euro.
- Nel resto del mondo le problematiche affrontate tramite l'uso dei SIB riguardano: lo sviluppo della prima infanzia con un investimento di 11,8 mln di Euro nei due SIB Australiani e con un investimento di 6,6 mln di Euro in Corea del Sud. La seconda problematica affrontata riguarda i giovani (NEET) con un investimento di 1,7 mln di Euro in Israele e 216.450 Euro in India.

### **3.5 I diversi modelli di SIB implementati**

In questo paragrafo verranno presentati alcuni dei principali modelli di Social Impact Bond implementati a partire dal 2010, dando evidenza dei tratti caratterizzanti di ognuno di essi.

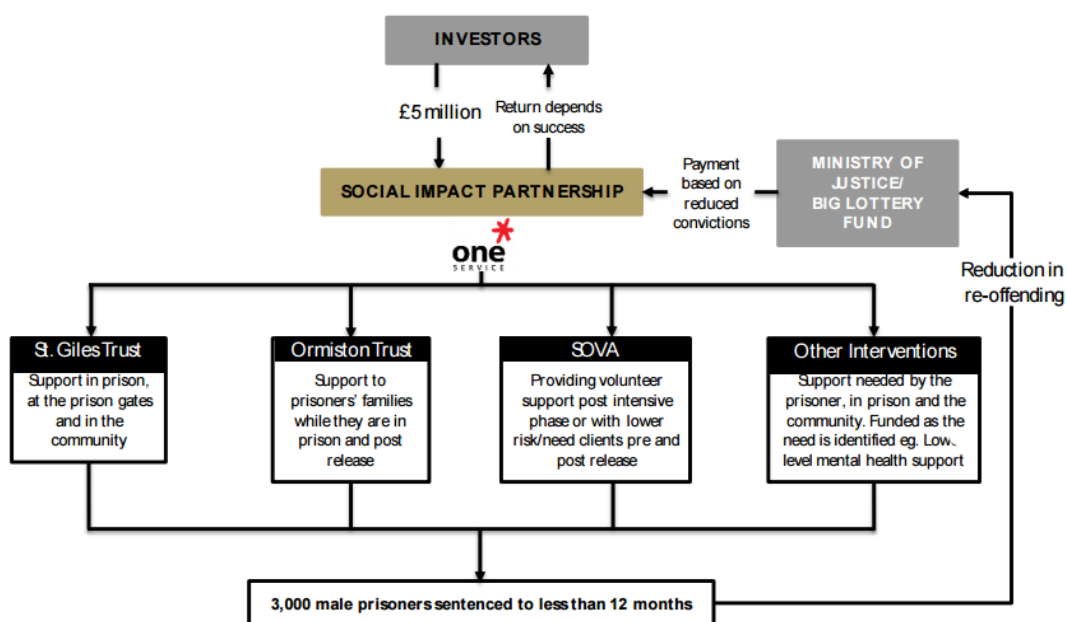
#### ***3.5.1. Il modello di Peterborough: One Service SIB***

Implementato nel Regno Unito nel 2010 in un contesto finanziario di grande apertura all'innovazione e allo sviluppo di nuove forme di finanziamento, *One Service* è il primo SIB lanciato al mondo. La realizzazione dell'iniziativa è iniziata con la creazione della prima banca d'investimento sociale, la *Big Society Capital*, finanziata per intero dal governo inglese e nata con l'obiettivo di sostenere il finanziamento di programmi preventivi ad alto impatto sociale.

Come discusso nei precedenti paragrafi, nel processo di implementazione di un SIB la prima fase consiste nell'individuazione del problema sociale e nella definizione dei

beneficiari del programma. In questo caso il problema sociale è stato identificato nell'elevato tasso di recidiva presente nel Paese (circa il 60% dei reclusi per un periodo inferiore ad un anno, venivano rincarcerati entro l'anno successivo alla loro messa in libertà) che generava un'elevata spesa per l'erario britannico. Il SIB con l'investimento di 5 mln di sterline derivante da 17 investitori di natura principalmente filantropica, era destinato a finanziare per sei anni il programma di prevenzione *One Service* rivolto a 3000 soggetti beneficiari, individuati secondo il criterio della durata della pena inferiore a dodici mesi e successivamente suddivisi in gruppi da 1000 componenti. Altri soggetti coinvolti oltre gli investitori sono: il ministero della giustizia e Big Lottery Fund (committenti), i fornitori di servizi (St.Giles Trust, Ormiston Trust, SOVA, YMCA) e i valutatori autonomi (QinetiQ e l'Università di Leicester). La struttura del SIB è riportata in Figura 26.

**Figura 26** Struttura *One Service* SIB



**Fonte:** Nicholls & Tomkinson, 2013

Secondo l'impostazione del modello il raggiungimento dei risultati, e di conseguenza la redditività del SIB, vengono misurati attraverso l'impiego del suddetto metodo sperimentale. In particolare, dal confronto tra il gruppo dei beneficiari e il gruppo di controllo deve risultare che il tasso di recidiva nel gruppo dei beneficiari deve ridursi almeno del 7,5%, considerando complessivamente le 3000 unità, o alternativamente l'obiettivo sarà raggiunto lo stesso nel caso in cui si avrà che per ogni gruppo composto da

1000 unità si ha una riduzione del 10 % (Nicholls & Tomkinson, 2013). I benefici derivanti dal raggiungimento dell'obiettivo del 7,5% complessivo di riduzione del tasso di recidiva sono: una riduzione della spesa pubblica britannica per il mantenimento dei carceri, un rendimento per gli intermediari di circa 2,5% annuo e una redditività annua per gli investitori pari a circa il 13% (Nicholls & Tomkinson, 2013).

I risultati riscontrati dal valutatore esterno, nel 2014, mostrano che le ricondanne dei soggetti facenti parte del gruppo dei beneficiari sono state inferiori rispetto al gruppo di controllo, permettendo di affermare che il programma ha raggiunto le attese. La riduzione del tasso di recidiva è stata del 8,4%, inferiore rispetto all'obiettivo del 10%, quindi gli investitori non hanno potuto beneficiare del pagamento su questo primo frangente. I valutatori sono comunque propensi ad affermare che sulla base del trend gli investitori riceveranno il pagamento nel 2016 (Social Finance, 2014).

### ***3.5.2. Il modello del progetto ABLE di Rikers Island***

Sulla scia del Social Impact Bond di Peterborough, anche a New York, nell'Agosto del 2012, è stato lanciato il primo SIB volto alla riduzione della recidiva di Rikers Island. A differenza del primo, il SIB americano si caratterizza per il fatto che tra gli investitori è presente il Gruppo Goldman Sachs, una delle più grandi istituzioni finanziarie americane. Il programma di New York aveva come obiettivo la fornitura di servizi terapeutici per i giovani carcerati di Rikers Island di età compresa tra i 16 e i 18 anni, con il fine ultimo di abbattere anche in questo caso il tasso di recidiva.

L'operazione richiedeva un investimento complessivo di circa 9,6 mln di dollari finanziato gradualmente negli anni da Goldman Sachs, inoltre, ha richiesto l'operatività di diversi partner: la città di New York, la quale ha giocato il ruolo di committente, MDRC<sup>39</sup> che ha operato come intermediario, la Osborne Association che ha fornito i servizi ai beneficiari del programma, l'istituto di giustizia Vera (valutatore esterno) e Bloomberg Philanthropies come fornitore di garanzie. Una caratteristica importante che differenzia la struttura adottata in questo caso con la struttura del SIB londinese è data dalla presenza del fondo di garanzia messo a disposizione da Bloomberg Philanthropies, il quale, come detto nei precedenti paragrafi, stravolge la natura dello strumento stesso. Infatti, Goldman Sachs nel

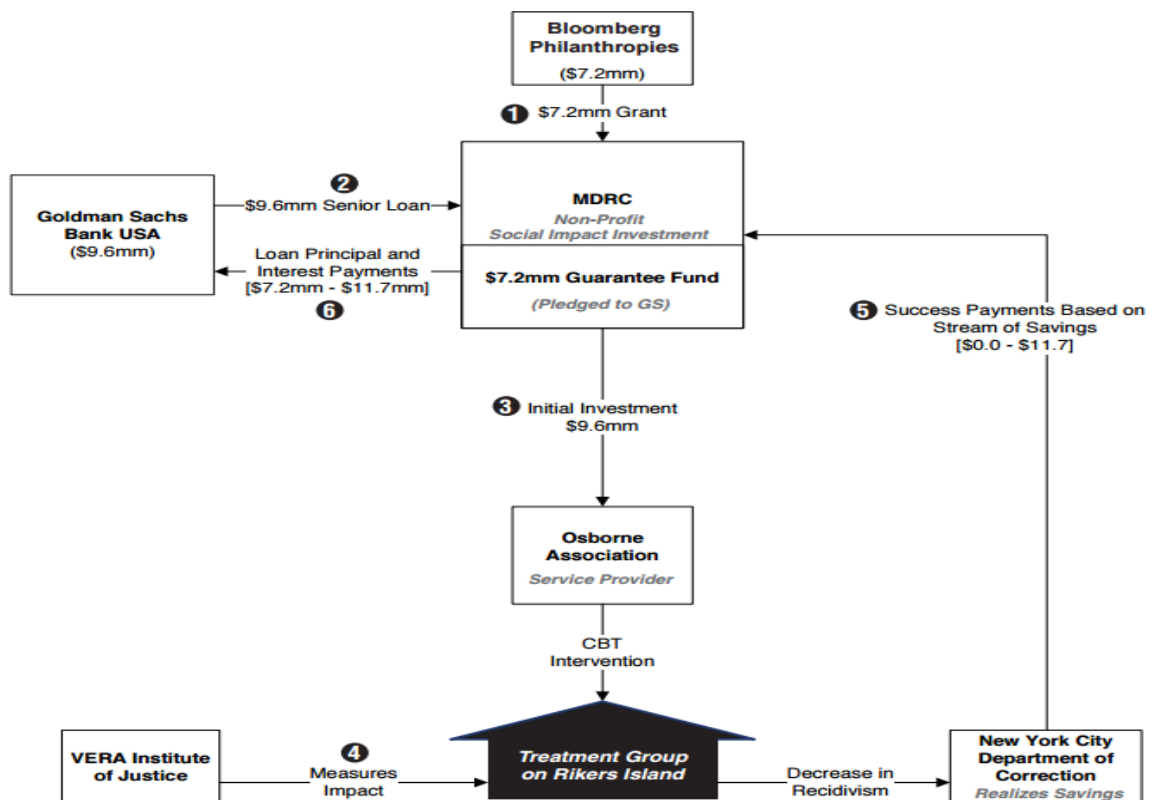
---

<sup>39</sup> MDRC è un'organizzazione no-profit, creata nel 1974 dalla Fondazione Ford e da un gruppo di agenzie federali, che si occupa della ricerca e sviluppo di strumenti innovativi, programmi e politiche sociali a favore dei soggetti più poveri.



caso in cui l'obiettivo del programma di riduzione del tasso di recidiva non fosse stato raggiunto avrebbe perso solo una parte dell'investimento complessivo che avrebbe dovuto finanziare (9,6 mln di dollari), in quanto avrebbe ricevuto in ogni caso 7,2 mln di dollari derivanti dal fondo di garanzia accantonato in parallelo all'investimento dell'istituto finanziario. La struttura e il flusso delle fonti del SIB è rappresentata in Figura 27. Il programma è stato impostato su un periodo di quattro anni, con la valutazione del raggiungimento degli obiettivi da effettuare alla fine del primo e del secondo anno da parte dell'istituto di giustizia VERA. Il programma prevedeva una redditività per l'investitore basata sul raggiungimento sia di un tasso di recidiva target sia su un determinato risparmio per la città di New York, ottenendo al massimo un ritorno pari a 11,7 mln di dollari, come rappresentato nella Figura 28. Mentre nel caso in cui si verifici una riduzione del tasso di recidiva inferiore all'8,5% e contemporaneamente un risparmio inferiore ad un milione di dollari, Goldman Sachs riceveva l'ammontare del fondo di garanzia stanziato da Bloomberg Philanthropies.

**Figura 27 Struttura Rikers Island SIB**



Fonte: Olson & Phillips, 2012

**Figura 28 Classi raggiungimento obiettivi e rispettivi pagamenti**

	Projected Long Term City	
Reduction in Re-Admission Rate	Net Savings (\$)	City Payment to MDCR
≥20.0%	\$20,500,000	\$11,712,000
≥16.0%	\$11,700,000	\$10,944,000
≥13.0%	\$7,200,000	\$10,368,000
≥12.5%	\$6,400,000	\$10,272,000
≥12.0%	\$5,600,000	\$10,176,000
≥11.0%	\$1,700,000	\$10,080,000
≥10.0% ( <i>breakeven</i> )	\$ ≥ 1,000,000	\$9,600,000
≥8.5%	\$ ≥ 1,000,000	\$4,800,000

**Fonte:** Olson & Phillips, 2012

Nonostante i buoni propositi del programma, esso non ha avuto gli effetti desiderati poiché non è riuscito ad abbattere il tasso di recidiva così come stabilito nell'impostazione iniziale. Infatti, a seguito della prima valutazione, esso ha mostrato di aver ridotto il tasso di recidiva per un valore al di sotto del 8,5%, e per questo motivo si è preferito chiudere il programma nell'Agosto del 2015, con un anno di anticipo rispetto alla scadenza iniziale (Burton, 2015). Grazie al meccanismo di garanzia previsto dal programma, la chiusura anticipata ha comportato per Goldman Sachs la perdita di 1,2 mln di dollari, anziché dell'intero capitale fino a quel momento versato, ossia 7,2 milioni di dollari, poiché nel frattempo erano già stati accantonati da bloomberg Philanthropies sei milioni di dollari.

Secondo il direttore dei programmi d'innovazione governativa di Bloomberg Philanthropies, Jean Anderson: "Anche se con il programma non si è ottenuto il risultato che ci si attendeva [...] questo tentativo può sbloccare nuovi finanziamenti, in particolare dal capitale privato" (Burton, 2015).

A sostegno di questa tesi vi è il fatto che il colosso finanziario Goldman Sachs è coinvolto in ben altre tre iniziative che abbracciano temi sociali e sono sviluppati attraverso i SIB. In particolare, si tratta di: *Utah Pre-K*, il primo programma statunitense indirizzato all'educazione infantile; *Juvenile Justice Pay For Success Initiative*, che opera sempre per l'abbattimento della recidiva giovanile; *Chicago Public Schools*, un programma incentrato sull'educazione infantile nel quale vengono coinvolti anche i genitori dei bambini (Isonio, 2015).

### ***3.5.3. Il modello Thames Reach Ace di Londra***

Uno dei problemi sociali che affligge il Regno Unito è rappresentato dalla presenza di un numero elevato di soggetti senza fissa dimora, in particolar modo a sentire tale disagio è la città di Londra in cui sono concentrati più della metà dei senzatetto inglesi. Il problema è tanto rilevante da far sì che la città di Londra si è dotata di una anagrafe (CATENA), che contiene le informazioni su tutti i soggetti che vivono per strada, in modo da fornire loro i servizi essenziali. Per contrastare questo problema nel 2012 il dipartimento per le comunità e gli enti locali (DCLG) e la Greater London Authority (GLA) hanno sviluppato un Social Impact Bond per cercare di migliorare la qualità della vita di un gruppo di 831 soggetti. L'obiettivo dell'iniziativa è quello di incentivare questi soggetti a vivere in alloggi predisposti e in alcuni casi fornire loro un lavoro in modo da rendersi autosufficienti. Inoltre, un risultato implicito che non è oggetto di valutazione è dato dall'aiuto ad affrontare problemi di alcool e di droga dei soggetti beneficiari del programma. Gli 831 senzatetto beneficiari del programma sono stati individuati attraverso l'anagrafe CATENA, e sono soggetti che hanno usufruito dei servizi per i senzatetto di Londra almeno sei volte nel corso degli ultimi due anni. Per poter meglio operare si è proceduto alla suddivisione dei beneficiari in due gruppi di dimensioni simili, facendo attenzione ad inglobare nello stesso gruppo soggetti con abitudini, nazionalità e esigenze di supporto simili.

Caratteristica distintiva di questo SIB consiste nel finanziamento dell'iniziativa. Il programma ha richiesto un investimento di circa 1,79 mln di sterline<sup>40</sup> (Finance for Good, 2015), questo è stato effettuato non solo da investitori sociali, tra cui CAF Venturesome, la Fondazione Orp, Big Issue Invest e diverse piccole fondazioni, ma anche dagli stessi fornitori di servizi: Thames Reach e San Mungo, i quali hanno condiviso il rischio di insuccesso con i primi, introducendo quindi un elemento di novità rispetto al modello standard di Peterborough.

Altro elemento caratterizzante di questo programma è dato dal fatto che i risultati vengono pagati trimestralmente e i pagamenti possono essere reinvestiti, facendo sì che solo una parte dei costi del programma viene finanziato da investimenti esterni nel caso in cui i risultati attesi siano raggiunti.

---

<sup>40</sup> Dato in dollari canadesi riportato in sterline con il tasso di cambio del 13/11/2015, tratto dal sito della Banca d'Italia.

I pagamenti ai finanziatori sono stati effettuati da parte del committente (Greater London Authority) e finanziati dalla DCLG al raggiungimento di una serie di risultati misurati attraverso il metodo non sperimentale. Infatti, la valutazione da parte del valutatore indipendente si è basata principalmente sul confronto con i dati di serie storiche virtuali dei soggetti monitorati che hanno soddisfatto gli stessi criteri nel passato, ma che non hanno usufruito dei servizi del programma. Affinché si possa dire se il programma abbia avuto successo, è necessario raggiungere i seguenti risultati:

- percentuale dei soggetti beneficiari del programma che continuano a dimorare per strada nei primi quattro trimestri inferiore al 31%, nei successivi quattro non superiore al 16% e nell'ultimo periodo non superiore all'11%;
- trasferimento dei soggetti in alloggi stabili<sup>41</sup> in tutto il Regno Unito per un periodo pari almeno ad un anno;
- ottenimento di un'occupazione lavorativa<sup>42</sup>, che può essere un'attività di volontariato o una vera occupazione sia part-time sia a tempo pieno almeno per ventitre settimane annue, anche non continuative;
- abbattimento delle richieste di accesso ai servizi di emergenza e assistenza per i senza fissa dimora da parte dei soggetti beneficiari durante i tre anni di implementazione del programma.

Il successo del programma comporta non solo risparmi per il dipartimento per le comunità e gli enti locali (DCLG), ma anche per gli altri dipartimenti governativi, poiché comporta contemporaneamente una riduzione della criminalità e un uso regolare dei servizi sanitari da parte dei soggetti beneficiari.

Secondo Social Finance il SIB comporterebbe un risparmio per le finanze pubbliche di circa 30 mln di sterline nel corso di un periodo di 5 anni (Social Finance, 2012).

---

<sup>41</sup> La definizione di alloggio stabile può includere alloggi sociali, affitti privati o semplicemente vivere in casa di amici e parenti; la prova del raggiungimento del risultato è data dalla presenza dei contratti di locazione o qualsiasi altro documento che certifichi che il soggetto abbia una fissa dimora.

<sup>42</sup> Per essere valida è richiesto un documento di prova, come ad esempio busta paga, lettera di assunzione del datore di lavoro, ecc..

### **3.5.4. Il modello *Epiqus Occupational Wellness I***

Nel 2015 il Social Impact Bond oltre ad essere considerato uno strumento utile per fornire soluzione ai problemi sociali più classici, è stato implementato per risolvere una delle piaghe che affligge le finanze pubbliche finlandesi, ossia la scarsa produttività e le elevate assenze dal lavoro per malattia da parte dei dipendenti pubblici dovute all'elevato stress lavorativo.

*Epiqus Occupational Wellness I* si configura come il primo Social Impact Bond finlandese e il primo SIB che affronta il tema del benessere a lavoro nel mondo. Tale progetto è finalizzato ad integrare il più ampio sistema sanitario fornendo servizi sanitari sul posto di lavoro in modo da migliorare il benessere occupazionale dei lavoratori ed evitare le massicce assenze per malattia.

Oltre il particolare problema sociale che affronta, caratteristica di questo SIB è il principio di ripartizione dei risparmi. Esso a differenza del tradizionale SIB, in cui tutti gli attori, ad eccezione degli investitori, ricevono la loro parte anche in caso d'insuccesso dell'iniziativa, è stato impostato in modo tale che i primi ad essere soddisfatti sono proprio gli investitori.

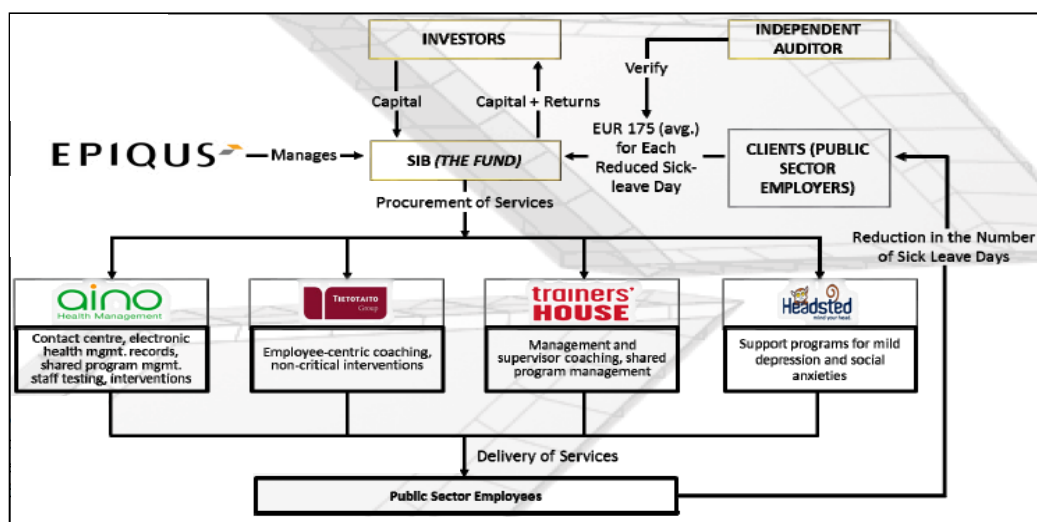
Infatti, la liquidazione dei margini del 20% per i fornitori dei servizi e la commissione di gestione per l'intermediario sono subordinati al pieno ritorno del capitale investito dagli investitori. Inoltre, i profitti derivanti dal successo dell'iniziativa verranno ripartiti nella misura del 70% per gli investitori e 30% per i fornitori e gestore del SIB come *carried interest*. Di conseguenza questo rappresenta un esempio di SIB in cui il rischio d'insuccesso dell'iniziativa è distribuito equamente fra tutti gli attori e non caricato solo agli investitori.

La struttura adottata dall' *Epiqus Occupational Wellness I* è la struttura standard dei SIB, in cui sono presenti: gli investitori (fondazioni e HNWI), l'intermediario (*Epiqus Oy*), i fornitori di servizi (*Aino Health management*, *Trainers House*, *Tietotaito group*, *Headsted*) e il valutatore esterno. Un'importante differenza deriva dalla non presenza del committente pubblico, infatti il SIB è stato strutturato come un fondo di private equity in cui i ricavi derivanti dai clienti del programma verranno incamerati e gestiti direttamente dal fondo. La struttura operativa del SIB è illustrata nella Figura 29.

La misurazione dei risultati raggiunti viene attuata attraverso l'implementazione del modello non-sperimentale. In particolare il confronto sarà attuato sui giorni di malattia del gruppo dei beneficiari che sarà confrontato con le serie storiche degli stessi soggetti nei tre anni precedenti all'inizio dell'iniziativa.

La redditività per gli investitori deriva principalmente da un ammontare fisso per ogni dipendente trattato pari a 15 Euro più 175 Euro per ogni giorno di malattia in meno richiesto durante l'anno lavorativo. Considerando un investimento iniziale compreso tra i 5 e i 10 milioni di Euro, e i risultati di interventi simili, con una riduzione in media di 2,1 giorni all'anno per dipendente, i promotori del SIB stimano che l'investimento possa ottenere un IRR approssimativamente del 10%. Nel caso in cui si ottiene una riduzione inferiore a 1,8 giorni per anno, il programma fallisce e di conseguenza gli investitori perdono il capitale investito, i fornitori di servizi non ricevono i loro margini e l'intermediario non riceve il compenso stabilito.

**Figura 29 Struttura Epiqus Occupational Wellness I SIB**



Fonte: Jussi & Jussi, 2015

### 3.5.5. Un uso innovativo del SIB: il modello di Richmond

Come visto in tutti i casi illustrati precedentemente i SIB sono utilizzati dalle Autorità pubbliche come strumenti finanziari per la raccolta di capitali privati da destinare alla risoluzione di problematiche sociali. Un uso leggermente diverso di tale strumento è stato attuato a Richmond (California). In questa cittadina i SIB sono stati impiegati per lo

sviluppo di un programma di riqualificazione urbana della città. Negli ultimi anni a Richmond è stata rilevata una elevata percentuale di abitazioni abbandonate che generano un degrado generale per la città, infatti queste abitazioni sono spesso teatri di atti di vandalismo e di criminalità in generale, e inoltre sono anche causa dell'abbattimento del valore immobiliare del territorio circostante.

Il comune per ovviare alle problematiche presentate, ha sviluppato l'idea di creare un SIB con lo scopo di raccogliere i capitali necessari per acquistare queste abitazioni, ristrutturarle e poi rivenderle. Il fatto di usare i Social Impact Bond con una finalità diversa rispetto a quella tipica ha destato qualche sospetto tra gli operatori del settore, circa il fatto che si possa trattare di un vero Social Impact Bond o sia qualcos'altro. In effetti, il programma sviluppato a Richmond si differenzia dai SIB tradizionali perché esso non è legato in maniera diretta al raggiungimento di un risultato derivante dall'implementazione del programma, ma è legato alle variazioni del mercato immobiliare. Infatti, i ricavi per gli investitori derivano dal ricavato dalle vendite delle case ristrutturate e non da un impegno formale da parte del comune. Nonostante non vi sia la presenza di un impegno formale al pagamento da parte del committente (comune), secondo chi scrive rimane allo stesso modo un programma classificabile come un Social Impact Bond, dato che esso in prospettiva permetterebbe alla comunità di Richmond di ottenere un maggior introito fiscale derivante dai nuovi proprietari e una minore spesa per la vigilanza delle aree disabitate. Inoltre, il programma genera un grande impatto sociale derivante dal coinvolgimento d'impres e soggetti privati locali per la ristrutturazione delle abitazioni abbandonate e infine genera un'esternalità positiva nei confronti degli attuali abitanti, migliorando loro la qualità di vita. Anche dal punto di vista finanziario il programma rispetta gli elementi per essere considerato un SIB, data l'esistenza di un rischio finanziario per gli investitori, poiché nel caso in cui non si riuscirebbe nella vendita delle abitazioni essi perderebbero il capitale investito. Altro elemento importante che sostiene la valenza del progetto in termini di impatto sociale per la comunità di Richmond, deriva dal fatto che il programma prevede un meccanismo di vendita preferenziale a favore di soggetti svantaggiati, attuato tramite la partnership con SparkPoint<sup>43</sup> e con la Community Housing Development Corporation of

---

<sup>43</sup> Si tratta di un centro di educazione finanziaria di Richmond, che ha lo scopo di aiutare i propri "clienti" a basso reddito ad affrontare situazioni di crisi finanziaria, accompagnarli ad un riequilibrio economico e gettare insieme a loro le basi per un futuro più sicuro per quanto riguarda le proprie condizioni finanziarie.

North Richmond<sup>44</sup> (Sullivan, 2015). Infine, la natura del progetto come SIB può derivare da un aspetto cruciale su cui si basa l'intero affare, ossia l'allineamento degli interessi dei soggetti coinvolti.

### **3.5.6. Considerazioni Generali**

Come può essere colto dalla lettura dei casi sopra riportati i Social Impact Bond possono essere adattati e implementati per risolvere un'ampia gamma di problematiche sia con natura sociale sia in ambito ambientale. Anche se, a onor del vero, attualmente non si ha evidenza di SIB implementati per rispondere a problematiche ambientali, ma gli unici sperimentati riguardano temi puramente sociali. Dai casi sopra riportati si deduce che lo scopo primario per l'utilizzo del Social Impact Bond è legato alla difficoltà da parte dei governi di risolvere le problematiche sociali a seguito delle condizioni economiche delle casse pubbliche. Quindi se ne deduce che tale strumento finanziario viene spesso identificato e percepito come strumento di politica pubblica volto all'abbattimento della spesa, e non come strumento capace di generare vasti risvolti sociali, sminuendo di conseguenza le potenzialità del SIB. Si ipotizza che ciò sia in parte dovuto al fatto che il primo Social Impact Bond lanciato nel 2010 è servito per ridurre il peso della spesa a carico del governo inglese per il mantenimento dei carceri, lo stesso dicasi per il secondo SIB implementato (Rikers Island). Infatti, questi due casi nonostante non hanno raggiunto i risultati sperati sono stati degli ottimi progetti pilota che hanno generato curiosità tra gli operatori del settore e hanno permesso la conoscenza dell'esistenza di queste soluzioni innovative.

Come affrontato precedentemente una caratteristica fondamentale dei social Impact Bond è data dalla presenza del rischio finanziario, il quale rappresenta al tempo stesso una criticità allo sviluppo dello strumento, poiché essendo principalmente allocato in capo ai finanziatori/investitori, rende lo strumento poco interessante da un punto di vista finanziario. Un SIB così costruito si presta ad essere oggetto di investimento solo da parte degli investitori *impact first*, i quali non sono interessati al raggiungimento di un obiettivo finanziario ma operano per il soddisfacimento dei problemi della collettività e

---

<sup>44</sup>Trattasi di un'organizzazione di intermediazione immobiliare, che gestirà il servizio di First Time Homebuyer a favore dei soggetti segnalati da SparkPoint.



dell'ambiente in generale. Affinché, il SIB si sviluppi e diventi quindi uno strumento a portata d'investimento anche per soggetti e istituzioni finanziarie che operano principalmente con una logica incentrata sulla redditività, sarà necessario stabilire la ripartizione del rischio d'insuccesso del programma fra i diversi attori coinvolti. Un buon esempio in tal senso è il caso Finlandese dell'*Occupational Wellness I SIB* nel quale tutti gli attori coinvolti in caso di fallimento del programma subiscono un effetto negativo. D'altra parte, considerando che, la natura dello strumento rientra in una logica di *win to win*, cioè genera benefici per tutti i soggetti coinvolti, per avere un equilibrio è necessario che in caso d'insuccesso lo strumento preveda un meccanismo di *lose to lose* in cui, seppur in modo proporzionato, tutti concorrono a sostenere l'insuccesso del programma. La previsione di una garanzia a favore degli investitori, come nel caso di Rikers Island, più che una condivisione del rischio sembra ad essere un modo per incentivare gli investitori a scommettere su un qualcosa che non gli appartiene e che non rientra nei loro ideali, annullando di conseguenza il rapporto collaborativo fra gli attori coinvolti. L'annullamento di tale rapporto di collaborazione tra i soggetti coinvolti abbatte uno dei pilastri fondamentali su cui si sorregge il Social Impact Bond. Infatti, il SIB non deve essere considerato come uno strumento utile al raggiungimento di obiettivi individuali, che possono essere la minor spesa da parte della PA o il miglioramento della reputazione dell'investitore che investe sul sociale, ma deve essere considerato come uno strumento che permette di risolvere delle problematiche che affliggono la collettività attraverso l'apporto di competenze, la finanza necessaria e la cooperazione da parte di tutti gli attori coinvolti. In base a questa idea di SIB, si è ritenuto che il programma sviluppato a Richmond, pur essendo basato su risultati aleatori, non certi, in quanto legati al valore di mercato degli immobili locali, per il quale è difficile avere delle stime accurate, possa essere considerato a tutti gli effetti un Social Impact Bond. Questo perché indipendentemente dai singoli obiettivi che il SIB permette di raggiungere l'obiettivo principe deve rimanere la risoluzione di problematiche sociali e ambientali che altrimenti rimarrebbero irrisolte. Ovviamente non tutti i Paesi, vuoi per culture differenti, vuoi per contesti economico-finanziari differenti, sono ancora pronti ad introdurre questo strumento innovativo fra il ventaglio di opzioni adottabili per la risoluzione di problematiche sociali/ambientali. Tuttavia si può ipotizzare che se ben compreso, il SIB sarà uno degli strumenti di cui si sentirà parlare ancora in futuro per i risvolti generati nel terzo settore della gran parte dei Paesi del mondo.

### 3.6 Il futuro dei SIB

Il SIB è uno strumento che sta ottenendo sempre un maggiore successo tra gli investitori e in modo particolare tra le Pubbliche Amministrazioni di Stati esteri.

La fiducia riposta sui SIB può essere notata anche attraverso gli interventi che i governi stanno portando avanti cercando di incentivare l'uso di tali strumenti anche attraverso delle agevolazioni fiscali.

Ancora una volta il ruolo di pioniere viene ricoperto dal governo inglese, il quale nel 2015 ha approvato la *Social investment tax relief (SITR)*. Essa consiste in uno sgravio fiscale dovuto all'abbattimento del 30% della base imponibile per gli investimenti in organizzazioni sociali identificate. Inoltre, la SITR può essere applicata ai SIB, anche se, limitatamente a quelli proposti da committenti accreditati dal governo, i quali sono obbligati a rispettare i limiti imposti dal governo. Prima di tutto l'accreditamento può essere ottenuto solo da società di scopo (SPV) istituita sotto forma di società per azioni, inoltre tali società devono rispettare alcuni parametri:

- la SPV fin dalla sua istituzione deve avere come scopo quello di creare un “contratto ad impatto sociale<sup>45</sup>”;
- nell'adempimento del contratto la società non deve svolgere in tutto o in parte attività escluse;

così come stabilito dalla sezione 257JD dell'Income Tax Act del 2007 e successive modifiche apportate dalla legge finanziaria del 2014. Inoltre, la normativa definisce i specifici temi sociali e ambientali da trattare (UK Cabinet Office, 2014).

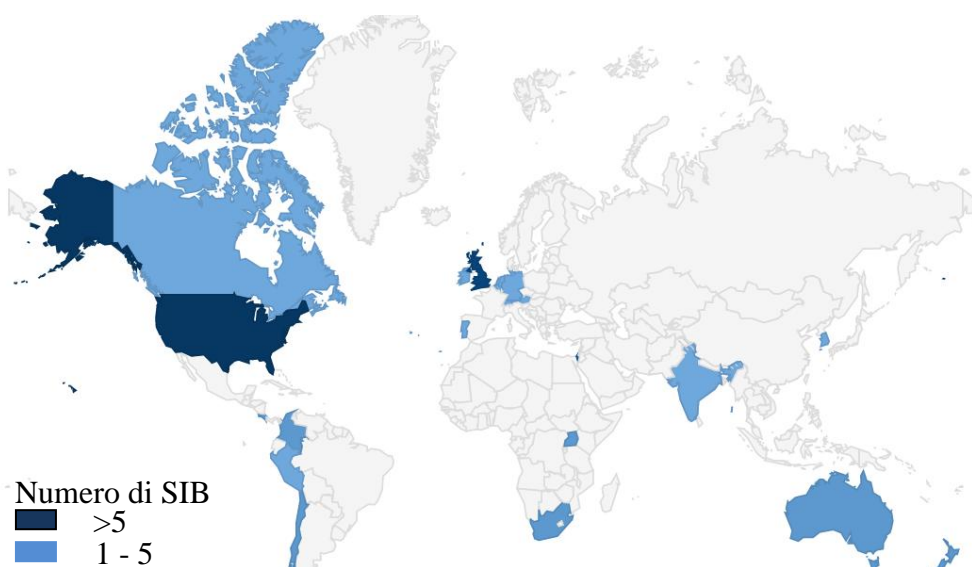
Le soluzioni e gli incentivi adottati da parte dei governi stanno comportando la nascita e lo sviluppo di nuovi SIB. Ad oggi le nuove iniziative ammontano a circa 31 e abbracciano oltre i temi classici della recidiva, i problemi dei NEET e dei senzatetto anche temi fino ad ora affrontati in maniera marginale come ad esempio la salute mentale e l'assistenza alle persone anziane. Altro tema presente fra le nuove iniziative è quello della conservazione e gestione dell'acqua potabile presente nel SIB che sta per essere sviluppato a San José in Costa Rica.

---

<sup>45</sup> Per classificare un contratto come ad impatto sociale bisogna che: almeno una controparte sia un Appaltante, il contratto definisce dei risultati specifici oggettivamente misurabili e il metodo di valutazione deve essere esplicitato.

Un *overview* globale dei SIB in fase di progettazione e sviluppo è fornita dalla Figura 30, in cui le varie tonalità di blu stanno ad indicare il numero di SIB per quella particolare area geografica. Nella figura è facile notare che i paesi maggiormente coinvolti rimangono gli USA e il Regno Unito. Tuttavia, anche altri Paesi si stanno interessando a questo strumento, in particolare l'Uganda, il Sud Africa e la Nuova Zelanda in cui si stanno progettando dei programmi per il sostegno di soggetti che soffrono di disturbi al sonno, per il sostegno dell'infanzia e per i disoccupati con problemi mentali rispettivamente per le tre aree. Ulteriore aspetto facile da notare nella Figura 30 è che nonostante l'Europa sia una delle principali aree in cui, negli ultimi anni, si sta osservando lo sviluppo dei SIB e più in generale dell'*Impact Investing*, essa sia contemporaneamente l'area che presenta un elevato numero di Paesi attualmente non impegnati nello sviluppo di progetti sociali implementati con l'ausilio dei Social Impact Bond. Tra questi rientra anche il nostro Paese, nel quale i SIB e il mercato dell'*Impact Investing* sono ancora ad uno stato embrionale. Una riflessione sulle possibili motivazioni che rendono l'Italia "lenta" nell'espansione di questo nuovo modo d'investire sul sociale e sull'ambiente rispetto ad altre nazioni sarà approfondito nel capitolo che segue.

**Figura 30 Design Stage SIBs Worldwide**



**Fonte:** Social Finance 2015

## 4 Quale sviluppo in Italia?

Dalla'analisi condotta nei paragrafi precedenti è emerso che il mercato dell'*Impact investing* nel contesto italiano stenta a svilupparsi. In questa parte del lavoro si effettua una riflessione sulle possibili cause di tale relativa arretratezza.

La riflessione parte dunque dalle seguenti domande: “Perché in Italia non si ha avuto uno sviluppo alla pari degli altri Paesi? Cosa manca in Italia?”.

Per poter fornire una risposta è necessario ragionare su alcuni punti focali che permettono o meno lo sviluppo di un determinato mercato, in particolare si identificano i seguenti:

- la domanda;
- l'offerta;
- la presenza e il ruolo degli intermediari;
- il contesto normativo.

### 4.1 La domanda

L'Italia si caratterizza per essere uno dei Paesi in cui il settore sociale ha un'incidenza elevata sul PIL circa il 15%<sup>46</sup>, fra i più alti in Europa, il che significa che in Italia si tende ad avere un'accesa attenzione al terzo settore e ai bisogni sociali. Infatti, l'Italia conta una massiccia presenza di organizzazioni no-profit, cooperative sociali e imprese sociali operanti a servizio della comunità, ed è stata il primo paese in Europa a normare il terzo settore con l'emanazione nel 1991 della legge 381 sulle cooperative sociali e nel 2006 con il d.lgs. n. 155 che disciplina le imprese sociali.

Nella valutazione della domanda potenziale del mercato in Italia, altro aspetto riguarda la sostenibilità da parte dello Stato della spesa relativa al soddisfacimento delle necessità derivanti dal settore sociale, dovuto principalmente alla situazione delle finanze pubbliche, ma anche al rispetto dei parametri imposti a livello comunitario. Considerando queste risultanze si può ipotizzare che la domanda di capitali da destinare al settore sociale in Italia sia ampiamente presente. Inoltre, l'invecchiamento della popolazione italiana comporterà di certo un incremento dei soggetti che necessitano di assistenza e di conseguenza si può ipotizzare anche un incremento del gap tra spesa pubblica destinata al

---

<sup>46</sup> Dato aggiornato al 2013, fonte Eurostat.

sociale e finanziamenti necessari; comportando, in definitiva, la crescita del settore dell'Impact Investing in Italia.

Tuttavia, ciò è possibile nel caso in cui si ha la capacità del contesto normativo, di cui se ne parlerà a breve, di evolvere verso una definizione d'impresa sociale e di un sistema di regole in grado d'innovare la natura dell'impresa sociale stessa, con particolare riferimento ai vincoli di raggiungimento degli obiettivi sociali, di distribuzione dei profitti, di trasferimento degli asset e alle forme di governance.

#### **4.2 L'offerta e gli intermediari**

Analizzando in contemporanea secondo e terzo punto, l'offerta e l'intermediazione, nel nostro Paese ciò che si nota è una concentrazione del capitale presso istituti di credito e soggetti finanziari tradizionali; dovuto principalmente alla cultura di matrice bancocentrica diffusasi negli anni. Inoltre, il sistema bancario italiano si caratterizza per la sua strutturazione, in particolare, esso essendo distribuito in maniera capillare sul tutto il territorio nazionale, tramite fondazioni bancarie e BCC, è capace di rispondere alle necessità e ai bisogni locali.

Tuttavia, nel nostro Paese si nota una difficoltà nel recepimento dei capitali necessari allo svolgimento delle attività relative al terzo settore ( National Advisory Board Report Italy, 2014). Infatti, in Italia le organizzazioni operanti nel sociale si finanziano principalmente attraverso donazioni e altre forme di finanziamento filantropico, mentre sono limitati i casi in cui per il procacciamento delle risorse finanziarie questi soggetti si rivolgono al sistema bancario tradizionale o direttamente al mercato. Le motivazioni principali (Martin, 2014) che spingono verso tale scelta sono identificabili da un lato nelle differenze d'interesse e culture finanziarie fra le organizzazioni sociali e le banche, non è raro, infatti, che il sistema bancario non sia in grado di fornire delle soluzioni finanziarie adatte allo scopo sociale. Dall'altro nelle limitazioni per la raccolta del capitale da parte di soggetti nonprofit, imposte dalla normativa, sia nella raccolta di equity con i vincoli imposti per la distribuzione dei dividendi, sia dal lato del debito obbligazionario con il vincolo di riservare la sottoscrizione delle obbligazioni ai soli investitori istituzionali e la fissazione di una soglia massima di remunerazione che essi ne possano ricavare. Rimanendo sul lato dell'offerta altra differenza riscontrata fra l'Italia e i Paesi nei quali il settore dell'Impact Investing si è maggiormente sviluppato riguarda la nascita e lo sviluppo di strumenti finanziari innovativi e dei fondi d'investimento dedicati al settore sociale. In Italia,

attualmente, gli unici fondi d'investimento ad impatto sono rappresentati dal fondo Oltre Venture, dal fondo OPES e dal fondo lanciato dalla protezione civile italiana attraverso la fondazione Etimos per sostenere le istituzioni locali di microfinanza in Sri Lanka. Dei tre però solo il primo investe nel tessuto sociale Italiano, impiegando competenze e attirando capitali per la nascita, il sostegno e lo sviluppo delle nuove start-up che si adoperano per il soddisfacimento dei bisogni della collettività principalmente nel settore dell'housing sociale, del microcredito e della sanità.

Il secondo, lanciato dalla fondazione OPES nel 2013, invece, investe in imprese sociali che operano a favore dei soggetti facenti parte della "Base della Piramide" in base al loro alto impatto territoriale e sociale. Attualmente il portafoglio del fondo contiene investimenti in Kenya, Uganda e India, mentre non si ha nessun investimento riferito all'Italia.

Del tutto assenti invece sono gli strumenti innovativi di cui si è parlato nel terzo capitolo; infatti, in Italia i SIB sono in una fase che possiamo definire "embrionale". Ad oggi non vi è la presenza di un vero e proprio Social Impact Bond, lanciato da un ente pubblico che segua la struttura e le finalità standard dello strumento. Gli unici esempi di strumenti simili che si avvicinano all'idea dei SIB, ma che non possono essere definiti come tali, sono rappresentati dai progetti sperimentali portati avanti da:

- UBI Banca, attraverso il lancio della piattaforma "UBI comunità" sulla quale sono stati collocati una tipologia di obbligazioni fuori dagli schemi tradizionali, poiché prevedeva che i capitali derivanti dal collocamento erano destinati a progetti con scopi sociali capaci di creare un impatto positivo sul territorio;
- Banca Prossima, attraverso l'emissione di obbligazioni finalizzate a finanziare un'insieme di progetti del terzo settore che riguardano principalmente l'assistenza sanitaria, l'inserimento lavorativo di persone svantaggiate e l'ultimo in fase di programmazione con il comune di Napoli, per la risoluzione parziale del problema dei rifiuti<sup>47</sup>.

---

<sup>47</sup> In merito al progetto in fase di elaborazione di Banca Prossima in collaborazione con il comune di Napoli, si vuole precisare che lo strumento a differenza dei precedenti permette una specifica riduzione della spesa pubblica sostenuta dal comune per lo smaltimento dei rifiuti. Il che da un punto di vista più generale potrebbe essere inquadrato come un SIB. Ulteriori informazioni possono essere trovate al seguente link: <http://www.secondowelfare.it/privati/finanza-sociale/a-napoli-il-primi-social-impact-bond-tutto-italiano.html>.

Questi esempi di obbligazioni sociali non possono essere definiti SIB tradizionali per due ragioni principali: primo, essi non sono stati emessi da un'autorità pubblica, bensì da un operatore privato; secondo, queste obbligazioni prevedono un rendimento fisso indipendente dal raggiungimento dell'impatto positivo.

Di contro, in Italia è forte la presenza di soggetti e istituzioni interessati al settore, che negli ultimi anni sono stati impegnati nel lancio di strumenti e progetti pilota operanti sul sociale<sup>48</sup>, il che spinge ad evidenziare che il problema non può essere dato dalla mancanza di soggetti e istituzioni italiane interessati al settore dell'Impact Investing. Tuttavia, è facile notare che gli investitori italiani preferiscono investire all'estero o attraverso veicoli basati in altre giurisdizioni: ciò porta a pensare che la motivazione del rallentamento dello sviluppo del settore dell'Impact Investing in Italia possa essere dovuto principalmente al contesto normativo italiano del terzo settore che presenta alcune lacune.

### **4.3 Il quadro normativo attuale e le principali riforme**

Il contesto normativo Italiano del terzo settore è attualmente basato sulla legge n. 381 del 1991, che regola le cooperative sociali, e sul d.lgs n. 155 del 2006, che norma le imprese sociali. Focalizzandosi sul decreto legislativo n. 155/2006, da un punto di vista sistematico, la disposizione specifica introdotta dal legislatore con riferimento alle imprese sociali appare nel contesto attuale poco coerente, in particolare, alla luce dell'articolo 3 del d.lgs. 155, secondo cui le organizzazioni non profit possono comunque svolgere attività di business, senza perdere la qualificazione di "non-profit" nella misura in cui gli utili non vengono distribuiti, direttamente o indirettamente, tra i partecipanti al rischio - si sottolinea il vincolo di non distribuzione dei dividendi.

Una tale previsione aveva senso storicamente, quando era valido l'assunto secondo cui un'organizzazione o aveva la finalità di massimizzazione del profitto oppure era una no-profit con finalità di beneficenza. In quel contesto era plausibile affermare che al centro del paradigma tra l'una e l'altra tipologia vi fosse il vincolo di non distribuzione che permettesse di distinguere la prima dalla seconda. Ma nel contesto attuale, in cui si va verso la direzione di un modello d'impresa sociale che attrae capitali da soggetti privati, il

---

<sup>48</sup> Una rassegna dei progetti e degli investimenti effettuati in Italia diffusa dall' Advisory Board italiano della social investment task force costituita in ambito G8 è disponibile al seguente link: <http://gle.iipcollaborative.org/wp-content/uploads/sites/4/2014/09/V-Buone-pratiche-di-impact-investing-raccolte-dallAdvisory-Board-italiano.pdf>.

vincolo della non distribuzione degli utili ai partecipanti al rischio d'impresa sembra limitativo ( National Advisory Board Report Italy, 2014). Esso diventa ancora più stringente nel caso in cui si considerano le “Società Benefit”, le quali pur restando delle vere e proprie imprese for-profit, si adoperano per la creazione di un impatto sociale positivo successivamente riconosciuto e certificato.

A differenza del sistema normativo italiano che vieta in tutti i casi la distribuzione di utili, la regolamentazione comunitaria ammette la distribuzione degli utili, anche se in via eccezionale.

Il regolamento UE 346/2013 definisce infatti l'impresa sociale come *«un attore dell'economia sociale il cui principale obiettivo non è generare utili per i suoi proprietari o azionisti, ma esercitare un impatto sociale. Essa agisce erogando beni e servizi per il mercato e utilizza gli utili principalmente a fini sociali»* (Reg. UE n.346/2013). Ma allo stesso tempo compie un passo ulteriore ammettendo la distribuzione dei profitti, attraverso il passo: *«Ove in casi eccezionali, un'impresa di portafoglio ammissibile desideri distribuire i profitti agli azionisti o ai soci, è necessario che essa disponga di procedure e regole predefinite circa le modalità di tale distribuzione. È opportuno che tali regole specificino che la distribuzione dei profitti non pregiudica l'obiettivo sociale principale dell'impresa sociale»* (Reg. UE n. 346/2013).

Si reputa necessaria una riforma della normativa italiana in modo ad avere un'armonizzazione con quella di rango europeo, in particolare ciò a cui si deve puntare è l'impatto sociale positivo e misurabile generato dall'organizzazione tramite il suo operato, è questo sembra l'obiettivo della “Riforma del Terzo Settore” proposta dal governo è attualmente in fase di discussione al Senato della Repubblica, che sarà trattata di seguito.

Però, affinché gli investimenti sociali diventino una nuova fonte di finanziamento bisognerebbe non solo rimuovere il vincolo della non distribuzione degli utili, ma si necessita di una riforma che riguardi anche il settore fiscale e i rapporti tra pubblica amministrazione e settore privato.

In ambito fiscale oggi in Italia non si è in presenza di una disciplina specifica per gli investimenti ad impatto sociale, eccetto quanto previsto per le “Start-up innovative a



vocazione sociale” dal decreto legge n.179 del 2012 e dal decreto interministeriale attuativo del 30 gennaio 2014<sup>49</sup>.

Oggi gli investimenti ad impatto sociale rientrano di fatto nel regime ordinario di tassazione delle rendite finanziarie. In particolare, la disciplina prevede per i redditi derivanti dalla partecipazione a OICR di cui alla lettera g) dell’art. 44 del TUIR, sia applicata una ritenuta alla fonte del 26% in caso di persone fisiche, mentre in caso di partecipanti che esercitano attività d’impresa tali redditi concorrono a formare reddito d’impresa per il principio di “onnicomprensività” del reddito d’impresa.

Altro aspetto normativo rilevante ai fini della riflessione portata avanti in questo capitolo riguarda il rapporto tra le Pubbliche Amministrazioni e i privati, per la creazione di potenziali modelli di cooperazione tra settore pubblico e privato ai quali si può ricorrere quando la Pubblica Amministrazione intende affidare ad un operatore privato l’attuazione di un progetto di pubblica utilità e la gestione dei relativi servizi. Oggi il sistema normativo italiano gestisce questi rapporti attraverso la disciplina degli appalti pubblici contenuta nel decreto legislativo 163 del 2006, meglio conosciuto come “Codice degli Appalti”. In particolare, secondo quanto normato dal Codice degli Appalti, la scelta dei soggetti privati a cui affidare l’incarico di portare avanti un servizio di utilità sociale deve avvenire secondo i principi di trasparenza, libera concorrenza ed economicità.

Inserendo questa previsione nel contesto della creazione di rapporti contrattuali tra PA e imprese sociali per l’implementazione di un SIB in Italia, sorgerebbe un problema nel momento in cui la PA deciderebbe di attuare una selezione specifica dei fornitori del servizio, come spesso è accaduto negli esempi di SIB presentati precedentemente, poiché non si avrebbe l’applicazione del principio di libera concorrenza. D’altro canto, considerando che in Italia non è mai stato implementato uno strumento innovativo come il SIB non sarebbe neanche ipotizzabile la ricerca dei fornitori tramite la normale gara di appalto pubblico, poiché il servizio è talmente specifico che solo alcune imprese riescono a

---

<sup>49</sup> La normativa a cui si fa riferimento ha introdotto in Italia un regime di tassazione agevolato per gli investimenti a favore delle start-up operanti nei settori indicati dall’art.2, comma1 del decreto legislativo n.155 del 2006, per citarne alcuni : assistenza sociale, assistenza sanitaria, educazione, formazione, tutela dell’ambiente e del patrimonio culturale. Tale regime prevede: una deducibilità ai fini IRES del 27% della somma investita nel capitale sociale delle start-up in modo diretto o per tramite di OICR ovvero altre società che investono prevalentemente in start-up fino al raggiungimento di un importo massimo di 180.000 Euro per periodo d’imposta; e una deducibilità ai fini IRPEF del 25% dei conferimenti fino al raggiungimento di 500.000 Euro.

raggiungere i requisiti richiesti per l'affidamento, generando quindi il sostenimento di costi di ricerca eccessivi. Questo potrebbe essere considerato come un ulteriore motivo di ritardo dello sviluppo dei SIB in Italia, evitabile attraverso la creazione di una disciplina ad hoc per il c.d. Partenariato pubblico privato, che a mio avviso è alla base della costituzione dei rapporti contrattuali necessari per l'implementazione di un SIB.

Accanto alle difficoltà e agli ostacoli di sviluppo degli investimenti ad impatto sociale nelle sue varie forme in Italia, si nota anche un impegno da parte del legislatore di riformare il quadro normativo in modo da poter spianare la strada a questa nuova modalità d'investimento dei capitali.

Più nello specifico un primo tentativo di riforma è stato portato avanti qualche anno fa (Mignone, 2015) con l'introduzione "titoli di solidarietà" come una fonte di finanziamento per "utilità sociale" delle imprese sociali. Con essi il legislatore italiano ha cercato di promuovere un tipo di strumento finanziario emesso da intermediari istituzionali/specializzati e sottoscritto da investitori remunerati ad un tasso più basso rispetto a quello di mercato.

Il vantaggio di questi Strumenti era dato dal fatto che gli Emittenti (banche e intermediari autorizzati) potevano dedurre dal loro reddito la differenza tra il tasso di interesse effettivamente praticato per l'emissione dei titoli di solidarietà e il tasso di riferimento, pari al rendimento lordo medio mensile delle obbligazioni emesse dalle banche comunicato dalla Banca d'Italia, aumentato di un quinto. Il meccanismo, apparentemente semplice, si è però rilevato perverso per quanto riguarda le conseguenze.

Perché, è vero che più basso è il ritorno per l'investitore, maggiore è il vantaggio fiscale per gli emittenti, ma questo non implica automaticamente che il tasso d'interesse applicato da questi ultimi nei confronti dei beneficiari, tipicamente le Onlus, sia più basso. Inoltre, il sostegno finanziario richiesto era troppo generico: l'investitore non aveva alcuna idea circa l'organizzazione che stava effettivamente finanziando, di conseguenza l'investitore potrebbe non essere motivato nell'accontentarsi di un tasso di interesse al di sotto del mercato. Altra considerazione riguarda la struttura dei "titoli di solidarietà", la quale era quella tipica di un titolo di debito secondo cui si ha un profitto a prescindere dall'impatto sociale misurabile e positivo.

Tale riforma non ha portato al raggiungimento degli obiettivi sperati poiché non ha permesso lo sviluppo di uno strumento finanziario innovativo capace di risolvere le problematiche sociali, ma è stato percepito come un tentativo di combinazione tra la normale donazione con un incentivo fiscale.

L'ultimo tentativo di riforma in fase di approvazione al Senato della Repubblica, citato in precedenza, è dato dal disegno di legge delega del 10 Luglio 2014 intitolato "Riforma del Terzo Settore".

Tale riforma si pone come obiettivo il riordino e la revisione organica della disciplina degli enti privati del Terzo settore<sup>50</sup> e delle attività che promuovono e realizzano finalità solidaristiche e d'interesse generale. In particolare, mira al rispetto e all'armonizzazione con la normativa europea e a una nuova disciplina per la costituzione, le forme organizzative e le funzioni amministrative degli enti privati che, senza scopo di lucro, promuovono e realizzano attività d'interesse generale e di valorizzazione della partecipazione alla solidarietà sociale, ovvero producono o scambiano beni o servizi di utilità sociale, anche attraverso forme di mutualità con fini di coesione sociale.

All'interno della riforma si ha un intero capitolo dedicato alla revisione della normativa in materia di imprese sociali, rappresentato dall'art 6. In tale articolo viene fornita una nuova definizione d'impresa sociale che permette di armonizzare la normativa italiana con quella europea, infatti nella riforma l'Impresa Sociale viene indicata come: "*impresa privata con finalità d'interesse generale, avente come proprio obiettivo primario la realizzazione di impatti sociali positivi conseguiti mediante la produzione o lo scambio di beni o servizi di utilità sociale, che destina i propri utili prevalentemente al raggiungimento di obiettivi sociali e che adotta modalità di gestione responsabili, trasparenti e che favoriscono il più ampio coinvolgimento dei dipendenti, degli utenti e di tutti i soggetti interessati alle sue attività*". (Senato della Repubblica, 2016)

Questa nuova definizione introdurrà nel sistema normativo italiano un elemento di novità rispetto a quanto previsto dal d.lgs n. 155/2006, cioè "*l'impatto sociale positivo*", permettendo da un lato di espandere il bacino di organizzazioni che possono essere

---

<sup>50</sup> Secondo il disegno di legge non fanno parte del Terzo settore le formazioni e le associazioni politiche, i sindacati e le associazioni professionali e di rappresentanza di categorie economiche.

inquadrate come imprese sociali come ad esempio le cooperative sociali e i loro consorzi e dall'altro di richiamare una delle caratteristiche fondamentali di un *Impact investment*.

Oltre alla nuova definizione di impresa sociale, la riforma propone un ampliamento dei settori di attività di utilità sociale, aggiungendo ai settori previsti dal d.lgs n. 155/2006, anche quelli del commercio equo e solidale, dei servizi per il lavoro finalizzati all'inserimento dei lavoratori svantaggiati, dell'alloggio sociale e dell'erogazione del microcredito da parte di soggetti a ciò abilitati in base alla normativa vigente (Art. 111 e 113 TUB).

La novità di maggior rilievo in merito alle riflessioni condotte sui limiti allo sviluppo dell'impact investing in Italia imposti dall'attuale normativa, riguarda certamente la previsione di forme di remunerazione del capitale sociale e di ripartizione degli utili. Infatti, la legge delega prevede che le imprese sociali, in analogia con quanto disposto per le cooperative a mutualità prevalente, dopo aver assicurato in ogni caso la prevalente destinazione degli utili al conseguimento degli obiettivi sociali, possano ripartirli nel rispetto di alcune condizioni e limiti massimi, e assicurando specifici obblighi di trasparenza e di limiti in materia di remunerazione delle cariche sociali e di retribuzione dei titolari degli organismi dirigenti.

Inoltre, è prevista la creazione di norme che disciplinino misure agevolative e di sostegno economico in favore degli enti del Terzo settore. Principalmente si fa riferimento:

- all'introduzione di un regime tributario che agevoli gli enti del terzo settore e che tenga conto delle finalità solidaristiche e di utilità sociale dell'ente, oltre che un regime tributario volto a favorire gli investimenti di capitale in essi;
- alla razionalizzazione e semplificazione del regime di deducibilità e detraibilità delle donazioni, in denaro e in natura, disposte in favore degli enti del Terzo settore ai fini del calcolo della base imponibile IRES o IRPEF;
- all'introduzione di obblighi di pubblicità delle risorse destinate agli enti del terzo settore;
- la possibilità per le imprese sociali nella raccolta dei capitali di accedere a forme di raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line, in analogia a quanto previsto per le start-up innovative;

- all'istituzione di un apposito fondo rotativo destinato a finanziare a condizioni agevolate gli investimenti in beni strumentali materiali e immateriali;
- alla promozione dell'assegnazione agli enti operanti nel terzo settore degli immobili pubblici inutilizzati, nonché, tenuto conto della disciplina in materia, dei beni immobili e mobili confiscati alla criminalità organizzata, secondo criteri di semplificazione e di economicità, anche al fine di valorizzare in modo adeguato i beni culturali e ambientali.

Tale riforma certamente rappresenta un enorme passo avanti nello sviluppo e affermazione del mercato dell'impact investing in Italia, poiché rimuove gran parte dei limiti che in questi ultimi anni hanno osteggiato lo sviluppo del mercato. Però finché questa riforma non viene definitivamente approvata si rimarca la mancanza in Italia di un sistema normativo favorevole al mercato dell'impact investing.

Una nota positiva che permette di affermare l'impegno del legislatore e la volontà di riforma del Terzo settore, è data dalla recentissima previsione contenuta nella legge n.208 del 28 Dicembre 2015 (Legge di Stabilità 2016) attraverso la quale l'Italia diventa il primo Paese fuori dagli USA ad introdurre nel proprio sistema normativo lo stato giuridico di "Società Benefit". Ossia, lo stato giuridico che identifica le Imprese che *"nell'esercizio di una attività economica, oltre allo scopo di dividerne gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori d'interesse"*. Lo stato giuridico di Società Benefit si aggiunge agli stati giuridici esistenti (S.r.l., S.p.a, ecc.) previsti nel libro V Titolo V e VI del codice civile, permettendo alle nuove società e a quelle già esistenti di avere un'ulteriore possibilità di impegnarsi in modo definitivo, salvo il cambio di stato giuridico, nella creazione di un impatto positivo. Infatti, secondo quanto stabilito dall'art. 1, comma 377, della Legge di Stabilità le finalità richiamate nella definizione, devono essere *"indicate specificatamente nell'oggetto sociale della società benefit e sono perseguite mediante una gestione volta al bilanciamento con l'interesse dei soci e con l'interesse di coloro sui quali l'attività sociale possa avere un impatto"*. Inoltre, lo stesso articolo al comma 381 dispone che il non rispetto degli obblighi che permettono di mantenere il bilanciamento degli interessi, da parte dei soggetti preposti all'amministrazione della società, *"può costituire inadempimento dei doveri imposti agli*

*amministratori dalla legge o dallo statuto*”; per cui viene ad applicarsi la normativa in materia della responsabilità degli amministratori prevista per le diverse tipologie di persone giuridiche.

La recente normativa impone alle Società Benefit di dare pubblicità<sup>51</sup> del perseguimento di un beneficio comune attraverso la redazione di una relazione da allegare al bilancio societario e da pubblicare sul proprio sito internet, contenente informazioni su:

- obiettivi, modalità e azioni poste in essere dagli amministratori nel perseguirli ed eventuali circostanze che lo hanno impedito o rallentato;
- impatto positivo raggiunto;
- obiettivi prospettici dell’esercizio successivo.

In particolare, in merito all’impatto raggiunto la valutazione deve essere effettuata sulla base di uno standard di valutazione esterno che segua le caratteristiche definite nell’allegato 4 del comma 378 dell’art. 1 della Legge Finanziaria 2016. Si richiama quindi l’introduzione di una figura di certificatore dell’impatto ad esempio basato sul modello del revisore legale dei conti o sulla creazione di piattaforme globali come il Global Impact Investing Rating System (GIIRS), che permetterebbe al terzo di avere una ragionevole certezza che l’obiettivo d’impatto sociale sia stato raggiunto.

Inoltre, la valutazione secondo quanto disposto dall’allegato 5 al comma 378 dell’art 1, deve riguardare principalmente l’analisi di quattro aree:

- **Governo d’impresa**, in cui si valuta il grado di trasparenza delle politiche e delle azioni adottate nel perseguimento delle finalità di beneficio comune e il coinvolgimento dei diversi stakeholder;
- **Lavoratori**, in cui si valuta la relazione tra dipendenti e società per quanto concerne retribuzioni e benefit, formazione e opportunità di crescita personale, qualità dell’ambiente di lavoro, comunicazione interna, flessibilità e sicurezza del lavoro;
- **Altri portatori d’interesse**, dove si effettua una valutazione sulle relazioni della società con i propri fornitori, con il territorio e le comunità locali in cui opera, le

---

<sup>51</sup> Qualora la società benefit non persegua le finalità di beneficio ma ne dia lo stesso pubblicità è soggetta alle disposizioni di cui al decreto legislativo 2 agosto 2007, n. 145, in materia di pubblicità ingannevole e alle disposizioni del codice del consumo, di cui al decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206.

azioni di volontariato, le donazioni, le attività culturali e sociali, e ogni azione di supporto allo sviluppo locale e della propria catena di fornitura;

- **Ambiente**, in cui si valuta l'impatto dell'operatività della società in termini di utilizzo di risorse, energia, materie prime, processi produttivi, processi logistici e di distribuzione, uso e consumo dei prodotti o servizi.

La valutazione di queste aree permette infatti di poter verificare l'effettivo impegno della società nel perseguimento delle finalità di pubblica utilità, poiché vengono valutati i principali aspetti che se gestiti in un determinato modo possono permettere ad una società di differenziarsi.

A mio avviso, l'introduzione dello stato giuridico della Società Benefit e la successiva approvazione definitiva della riforma del terzo settore, permettono di affermare che anche l'Italia, seppur in ritardo rispetto ad altri Paesi, sta attuando una strategia atta all'adeguamento del sistema normativo che permetti lo sviluppo del settore dell'impact investing e di tutto ciò ad esso legato, in modo da poter sfruttare i vantaggi incorporati in questa nuova idea d'investimento dei capitali, e riuscire da un lato a risollevere l'economia del nostro paese e dall'altro ad offrire una qualità di vita migliore a tutto il popolo italiano.

## Considerazioni finali

Dalla trattazione dell'argomento all'interno dell'elaborato è possibile osservare che la tematica delle opportunità d'investimento legate al settore dell'impact investing risulta essere molto ampia e articolata, motivo per cui si ritiene che questo elaborato non poteva trattare in maniera esaustiva tutti gli aspetti legati all'argomento.

Le analisi e le ricerche contenute in questo elaborato hanno permesso di fornire una panoramica sulle caratteristiche della nuova frontiera verso cui si sta spingendo la finanza dopo l'avvento della crisi. In particolare, i risultati mostrano un forte interesse da parte degli operatori del mercato e da parte delle istituzioni verso gli investimenti a impatto sociale, poiché attraverso essi è possibile raggiungere il duplice obiettivo di generare un effetto positivo in ambito sociale/ambientale e contemporaneamente ottenere un rendimento finanziario. Tale interesse è validato dallo sviluppo repentino del mercato che nel giro di pochi anni ha raggiunto un notevole ammontare di risorse gestite crescendo rispetto al 2010 del 67%<sup>52</sup>. In contemporanea alla crescita del settore in generale, si ha anche lo sviluppo e la nascita di nuovi strumenti finanziari capaci di destinare i capitali dei soggetti privati verso programmi di pubblica utilità: è il caso dei Social Impact Bond. Attraverso tale strumento si è visto come sia possibile finanziare settori sociali che solitamente non sono raggiungibili tramite le forme d'investimento tradizionali, permettendo di fatto un alleggerimento dell'onere a carico delle casse dei governi nazionali. Però, si tiene a ribadire che tale strumento non deve rappresentare il modo attraverso cui le pubbliche amministrazioni ribaltano ai privati l'onere di sostenere programmi di pubblica utilità.

Il SIB, grazie alla sua natura di strumento *win to win*, è certamente uno strumento vantaggioso per tutti gli attori coinvolti, in particolare, i vantaggi si concretizzano per le pubbliche amministrazioni in un risparmio della spesa pubblica, per i beneficiari nella possibilità di poter usufruire di un servizio sociale, per gli investitori nella possibilità di migliorare la propria immagine soddisfacendo anche il bisogno morale di impiegare capitale per il beneficio comune. Tuttavia, esso presenta anche delle criticità che non contribuiscono al suo sviluppo e affermazione. Fra queste rientrano certamente gli elevati

---

<sup>52</sup> La crescita riguarda gli anni dal 2010 al 2014, considerando come dato di partenza 36 miliardi fonte: Martin, M., 2014. Come rendere appetibile l'Impact Investing. Working paper a cura di Impact Economy, Volume 4.



costi di transazione legati all'implementazione dello strumento, la concentrazione del rischio di fallimento del progetto in capo all'investitore e la difficoltà nella misurazione/valorizzazione dell'impatto generato. Quest'ultima criticità, seppur condivisa con le altre opportunità d'investimento ad impatto sociale, risulta ad essere di maggior rilievo per i SIB, poiché considerando che la remunerazione degli investitori dipende dal raggiungimento dell'obiettivo prefissato, si può affermare che lo sviluppo e la diffusione dello strumento è fortemente influenzato dalla creazione di un modello di misurazione condiviso a livello globale.

D'altro canto, si ritiene che le condizioni appena esposte siano dovute alla recente nascita dello strumento; si è infatti confidenti nell'affermare che queste possano venire meno con il passare del tempo, anche a seguito degli sforzi fatti dagli operatori del mercato nel ricercare degli standard comuni di valutazione dell'impatto generato. Altro elemento riscontrato dalle ricerche, riguarda la diffusione e lo sviluppo non uniforme degli investimenti ad impatto sociale e dei Social Impact Bond nei diversi Paesi. In particolare, è stata notata una maggiore concentrazione nei paesi di matrice anglosassone, nei quali si è soliti avere una cultura finanziaria più avanzata e aperta alle innovazioni; mentre nei paesi latini, tra cui l'Italia, nei quali le innovazioni finanziarie spesso vengono viste come elementi non positivi, l'affermazione delle opportunità d'investimento ad impatto è fortemente rallentata.

Tuttavia, da un'analisi più dettagliata e incentrata sui nuovi progetti d'investimento, si è riscontrato un crescente avvicinamento al tema anche in quei paesi che fino ad ora sono rimasti inerti, nei quali si iniziano a vedere le prime sperimentazioni di questa tipologia di strumenti. In Italia, ad esempio, si iniziano a vedere i primi segnali di cambiamento. In particolare, si sta portando avanti un processo di armonizzazione del contesto normativo nazionale con quello comunitario, attraverso la Riforma del Terzo Settore, che permetterà l'abbattimento di alcune delle limitazioni che attualmente tendono a rallentare lo sviluppo degli strumenti ad impatto. Inoltre, è stato il primo paese, dopo gli USA, a introdurre nel proprio sistema normativo lo stato giuridico di "Società Benefit".

Tuttavia, affinché in Italia si possa sviluppare e affermare il settore dell'impact investing e dei Social Impact Bond, saranno necessari ulteriori interventi normativi ed iniziative imprenditoriali dedicati al beneficio della società e dell'ambiente.

## Bibliografia

### Paper e Volumi

Accenture, 2012. “*Delivering Public Service for the Future: Navigating the Shifts*”. [Online] Disponibile su:

<http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Delivering-Public-Service-for-the-Future-112812.pdf>.

Arosio, M., 2011. “*Impact Investing in Emerging Markets*”. [Online] Disponibile su:

[http://www.sustainalytics.com/sites/default/files/impact\\_investing\\_in\\_emerging\\_markets-issues\\_for\\_responsible\\_investors.pdf](http://www.sustainalytics.com/sites/default/files/impact_investing_in_emerging_markets-issues_for_responsible_investors.pdf).

Burton, P., 2015. “*The Bond Buyer*”. [Online] Disponibile su:

<http://www.bondbuyer.com/news/regionalnews/ny-city-officials-social-impact-bond-big-plus-1077971-1.html> [Consultato il giorno 23 Ottobre 2015].

Chamaki, F. N., 2015. “*What is Social Impact Bond? How to Implement it? How to Evaluate and Monitor it?*”. [Online] Disponibile su:

<http://i-rep.emu.edu.tr:8080/jspui/bitstream/11129/1741/1/ChamakiNazari.pdf> [Consultato il giorno 6 Ottobre 2015].

Chiodo, V. & Dal Negro, L., 2014. “*Towards an Italian platform for social impact measurement: preliminary review and perspectives*”. [Online] Disponibile su:

[http://isfoloa.isfol.it/xmlui/bitstream/handle/123456789/1075/Giorio\\_IV%20%20Subject%20paper%20di%20approfondimento\\_Impresa%20sociale\\_Italia.pdf?sequence=1](http://isfoloa.isfol.it/xmlui/bitstream/handle/123456789/1075/Giorio_IV%20%20Subject%20paper%20di%20approfondimento_Impresa%20sociale_Italia.pdf?sequence=1)

[Consultato il giorno 27 Aprile 2015].

Fondazione Cariplo, 2013. “*I Social Impact Bond. La finanza al servizio dell’innovazione sociale?*”. [Online] Disponibile su:

<http://www.fondazionecariplo.it/osservatorio> [Consultato il giorno 16 Settembre 2015].

GECES, 2014. “*Proposed Approaches to Social Impact Measurement in European Commission legislation and in practice relating to: EuSEFs and the EaSI*”. [Online]

Disponibile su:

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/social\\_business/docs/expert-group/social\\_impact/140605-sub-group-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/social_business/docs/expert-group/social_impact/140605-sub-group-report_en.pdf) [Consultato il giorno 26 Luglio 2015].

Greenhil, I. R. & Ali, A., 2013. *“Paying for progress: how will emerging post-2015 goals be financed in the new aid landscape?”*, Londra: ODI, [Online] Disponibile su: [www.odi.org.uk](http://www.odi.org.uk).

GSIA, 2015. *“Global Sustainable Investment Review 2014”*, Global Sustainable Investment Alliance. [Online] Disponibile su: [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA\\_Review\\_download.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA_Review_download.pdf)

ICF GHK, BMG Research, 2013. *“Growing the Social Investment Market: The Landscape and Economic Impact”*, Londra. [Online] Disponibile su: [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/210408/Social-Investment-Report1.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/210408/Social-Investment-Report1.pdf)

Isonio, E., 2015. *“Social Impact Bond ecco quando servono”*. Valori, Ottobre, Anno 15(132), pp. 26-27.

Jakson, T., 2011. *“The Rapid Globalization of Impact Investing”*, Rockefeller Foundation.

Jussi, S. & Jussi, N., 2015. *“Epiqus Occupational Wellness I”*. [Online] Disponibile su: <http://www.impactbase.org/database/epiqus-occupational-wellness-i#> [Consultato il giorno 15 Novembre 2015].

Martin, M., 2014. *“Come rendere appetibile l’Impact Investing”*. Working paper a cura di Impact Economy, Volume 4.

Matthews, J. et al., 2015. *“Introducing the Impact Investing Benchmark, Cambridge associates”*. [Online] Disponibile su: <http://40926u2govf9kuqen1ndit018su.wpengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/2015/06/Introducing-the-Impact-Investing-Benchmark.pdf> [Consultato il giorno 10 Settembre 2015].

Mignone, C., 2015. <<Impact Investing>> in the european legal system: an italian perspective on investors' protection and regulatory compliance. *Rivista di Diritto Bancario dottrina e giurisprudenza commentata*, Volume 4.

National Advisory Board Report Italy, 2014. “*La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia*”. [Online] Disponibile su:  
<http://www.socialimpactinvestment.org/reports/Rapporto%20Italiano%20Ultima%20versione.pdf> [Consultato il giorno 3 Maggio 2015].

Nicholls, A. & Tomkinson, E., 2013. “*The Peterborough Pilot Social Impact Bond*”. [Online] Disponibile su:  
<https://emmatomkinson.files.wordpress.com/2013/06/case-study-the-peterborough-pilot-social-impact-bond-oct-2013.pdf> [Consultato il giorno 8 Ottobre 2015].

O’Donohoe, N., Leijonhufvud, C. & Saltuk, Y., 2010. “*Impact Investings: An Emerging Asset Class*”. [Online] Disponibile su:  
<http://www.rockefellerfoundation.org/app/uploads/Impact-Investments-An-Emerging-Asset-Class.pdf> [Consultato il giorno 03 Maggio 2015].

OCSE, 2015. “*Social Impact Investment, Building the evidence base*”, [Online] Disponibile su:  
<http://www.oecd.org/sti/ind/social-impact-investment.pdf> [Consultato il giorno 03 Maggio 2015].

Olson, J. & Phillips, A., 2012. “*Rikers Island: The First Social Impact Bond in the United States*”. [Online] Disponibile su:  
<http://www.frbsf.org/community-development/files/rikers-island-first-social-impact-bond-united-states.pdf> [Consultato il giorno 10 Ottobre 2015].

Pasi, G., 2015. “*Social Impact Bonds: nature, implicit assumptions, forecasting evaluation analysis of a supposed new social policy instrument*”. [Online] Disponibile su:  
<http://www.icpublicpolicy.org/conference/file/reponse/1433975406.pdf> [Consultato il giorno 15 Settembre 2015].

Rangan, K., Appleby, S. & Moon, L., 2011. “*The Promise of Impact Investing*”, Boston: Harvard Business School.

Saadia, M. et al., 2015. “*Accellerating-Impact*”. [Online] Disponibile su:

<http://www.rockefellerfoundation.org/app/uploads/Accelerating-Impact.pdf> [Consultato il giorno 25 Aprile 2015].

Saltuk, 2012. “*A portfolio approach to Impact Investment, a practical guide to building, analyzing and managing a portfolio of impact investments*”, Global social finance research and JP Morgan, Londra:

[http://www.jpmorganchase.com/corporate/socialfinance/document/121001\\_A\\_Portfolio\\_Approach\\_to\\_Impact\\_Investment.pdf](http://www.jpmorganchase.com/corporate/socialfinance/document/121001_A_Portfolio_Approach_to_Impact_Investment.pdf).

Saltuk, Y. et al., 2014. “*Spotlight on the Market: The Impact Investor Survey*”, J.P. Morgan and the Global Impact Investing Network, Londra: <http://www.thegiin.org/binary-data/2014MarketSpotlight.PDF>.

Saltuk, Y. et al., 2015. “*Eyes on the Horizon, The Impact Investor Survey*”, J.P. Morgan e Global Impact Investing Network, Londra: [http://www.thegiin.org/binary-data/RESOURCE/download\\_file/000/000/662-2.pdf](http://www.thegiin.org/binary-data/RESOURCE/download_file/000/000/662-2.pdf): Global social finance.

Social Finance, 2012. “*A social impact bond for entrenched rough sleepers: outline business case*”. [Online] Disponibile su:

<http://www.charity-works.co.uk/wp-content/uploads/2014/03/Rough-Sleeping-SIB-Report-redacted.pdf> [Consultato il giorno 19 Settembre 2015].

Social Finance, 2014. “*Peterborough social impact bond reduces reoffending by 8.4%; investors on course for payment in 2016*”. [Online] Disponibile su:

<http://www.socialfinance.org.uk/wp-content/uploads/2014/08/Peterborough-First-Cohort-Results.pdf> [Consultato il giorno 11 Settembre 2015].

Social impact investment taskforce G8, 2014. “*Impact Investment: The invisible heart of markets*.” [Online] Disponibile su:

<http://www.socialimpactinvestment.org/reports/Impact%20Investment%20Report%20FINAL%203.pdf> [Consultato il giorno 25 Aprile 2015].

Sullivan, P., 2015. “Adding Good Deeds to the Investment Equation”. *New York Times*, 6 Marzo, Disponibile su: <http://www.nytimes.com/2015/03/07/business/adding-good-deeds-to-the-investment-equation.html>.

Tomkinson, E., 2015. “*A stream of social consciousness*”. [Online] Disponibile su: <http://emmatomkinson.com/> [Consultato il giorno 10 Ottobre 2015].

UK Cabinet Office, 2014. “*Social investment tax relief, guidance concerning the accreditation of social impact contractors*”. [Online] Disponibile su:  
[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/371934/SIT\\_RAccreditationGuidanceVersion4Mins\\_NN.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/371934/SIT_RAccreditationGuidanceVersion4Mins_NN.pdf) [Consultato il giorno 23 Ottobre 2015].

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

WGAA, W. G. o. A. A., 2014. “*Allocating for Impact*”, Social Impact Investment Taskforce G8, Disponibile su:  
<http://www.socialimpactinvestment.org/reports/Asset%20Allocation%20WG%20paper%20FINAL.pdf>.

WGIM, W. G. o. I. M., 2014. “*Impact Measurement: Shifting the Paradigm*”, s.l.: Social Impact Investment Taskforce G8.

WGMA, W. G. o. M. A., 2014. “*Profit with Purpose*”, s.l.: Social Impact Investment Taskforce G8.

### **Siti Consultati**

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

<http://financeforgood.ca/>

<http://www.thegiin.org>

<http://www.gsi-alliance.org>

<http://www.canopusfund.org>

<http://www.vpcp.com>

<http://www.ImpactBase.org>

<http://ec.europa.eu/eurostat>

<http://cambi.bancaditalia.it/>

### **Riferimenti normativi**

Legge n.208 del 28 Dicembre 2015

Legge n. 381 del 1991

D.L. n.179 del 2012

D.lgs. n. 155 del 2006

D.lgs. n. 163 del 2006

Reg. UE n.346 del 2013

DDL del 10 Luglio 2014

Atto Senato della Repubblica n. 1870

*Un ringraziamento particolare al Professore Alberto Lanzavecchia per la grande flessibilità, disponibilità e per il supporto fornitomi durante questi mesi in cui sono stato coinvolto nella stesura dell'elaborato da conciliare con il lavoro, cosa che altrimenti sarebbe stata molto più complessa.*

*Un ringraziamento a tutti coloro che in svariati modi hanno contribuito con il loro supporto al raggiungimento di questo ambito traguardo.*

*Ma il ringraziamento più grande va ai miei Genitori, i quali con grandi sacrifici hanno fatto sì che tutto questo si realizzasse riponendo in me la loro fiducia.*

***Grazie!!!***