



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

Impact Investing

Una possibile via verso
la sostenibilità

Relatrice / Relatore

Prof. Salvatore Russo

Laureando

Alessandro Volpe

Matricola 861805

Anno Accademico

2021 / 2022

*“Alla mia famiglia Roberto, Katia e Wilma e a
coloro che mi guardano da lassù Angelo, Bortolo
ed Emma.”*

Indice

INTRODUZIONE	1
I. COS'È IMPACT INVESTING	9
1.1 Un concetto, molteplici definizioni	16
1.2 Gli attori della finanza ad impatto	23
1.2.1 La Domanda	23
1.2.2 L'Offerta e gli intermediari	26
II. GLI STRUMENTI E LA MISURAZIONE	31
2.1 Strumenti Azionari	33
2.1.1 Fondi d'Investimento	33
2.1.2 Venture Philantropy	36
2.2 Strumenti di debito	39
2.2.1 Il Credito Tradizionale ed il Credito Mutualistico	39
2.2.1 I Titoli di Solidarietà ed i Mini Bond	40
2.2.3 I Social Bonds	43
2.2.4 Il Microcredito	45
2.3 Strumenti Ibridi	47
2.3.1 Il Crowdfunding	47
2.3.2 I Social Impact Bond	50
2.4 La misurazione delle performance	64
2.4.1 I parametri Environmental, Social and corporate Governance (ESG)	66
2.4.2 IRIS	70
2.4.3 GHRS	73
2.4.4 Social Return on Investment (SROI)	74
2.4.5 Teoria di portafoglio e finanza ad impatto	76

III. IL MERCATO DELLA FINANZA AD IMPATTO	83
3.1 Impact Investing nel mondo: uno sguardo d’insieme in un decennio di espansione	83
3.2 La situazione africana	94
3.2.1 Africa Orientale	96
3.2.2 Africa Occidentale	101
3.2.3 Africa Meridionale	109
3.3 Uno sguardo in oriente	114
3.3.1 Sud-Est Asiatico	116
3.3.2 Asia Meridionale	123
3.3.3 Giappone e Cina	128
3.4 Il contesto italiano	131
3.4.2 Lo stato dell’arte della finanza ad impatto italiana	146
IV. COVID-19 E IMPACT INVESTING	151
4.1 Gli investimenti socialmente responsabili in epoca COVID-19	156
CONCLUSIONI	165
SITOGRAFIA	169
BIBLIOGRAFIA	177

INTRODUZIONE

Il nuovo millennio può essere considerato come un periodo storico particolare, caratterizzato principalmente dalla massima espressione di quel complesso processo chiamato globalizzazione che ha permesso alla società mondiale di ottenere enormi progressi sia dal punto di vista economico che da quello sociale. A titolo di esempio vorrei riportare la crescita del PIL pro-capite (Figura 1) mondiale e anche delle principali aree geografiche del mondo per dimostrare che la globalizzazione ha portato benefici non solo in quei territori più sviluppati dal punto di vista economico e tecnologico, ma che nelle aree più arretrate nel globo. Anche dal punto di vista dello sviluppo umano e sociale la globalizzazione ha portato enormi cambiamenti positivi. Pensiamo solamente al tasso di povertà estrema, che misura la percentuale di persone che vivono con un reddito inferiore agli \$1,90, il quale ha cominciato a subire un vero e proprio crollo già dagli anni '90 (Figura 2) e nel 2017 si è registrato il minimo storico del 9,3% a livello globale, del 41,2% nell'Africa Sub-Sahariana e l'impressionante passaggio dal 60,9% al 1,4% dell'Asia-Est e delle isole del Pacifico, trainate soprattutto dalla Cina. Altri esempi importanti possono essere il sensibile miglioramento dell'aspettativa di vita¹ (l'Africa Sub-Sahariana è passata dai 50,2 del 1990 ai 61,6 del 2019) o più semplicemente il maggiore accesso all'energia elettrica² (più del 80% della popolazione mondiale) e all'acqua potabile³ (nel 2015 si è superata la soglia del 90% della popolazione mondiale).

Come qualsiasi periodo storico purtroppo, anche gli anni caratterizzati dalla globalizzazione sono stati caratterizzati da eventi molto negativi. Dal punto di vista economico non possiamo non ricordare la grande crisi scoppiata nel 2008 con lo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti e poi propagatasi in tutto il globo

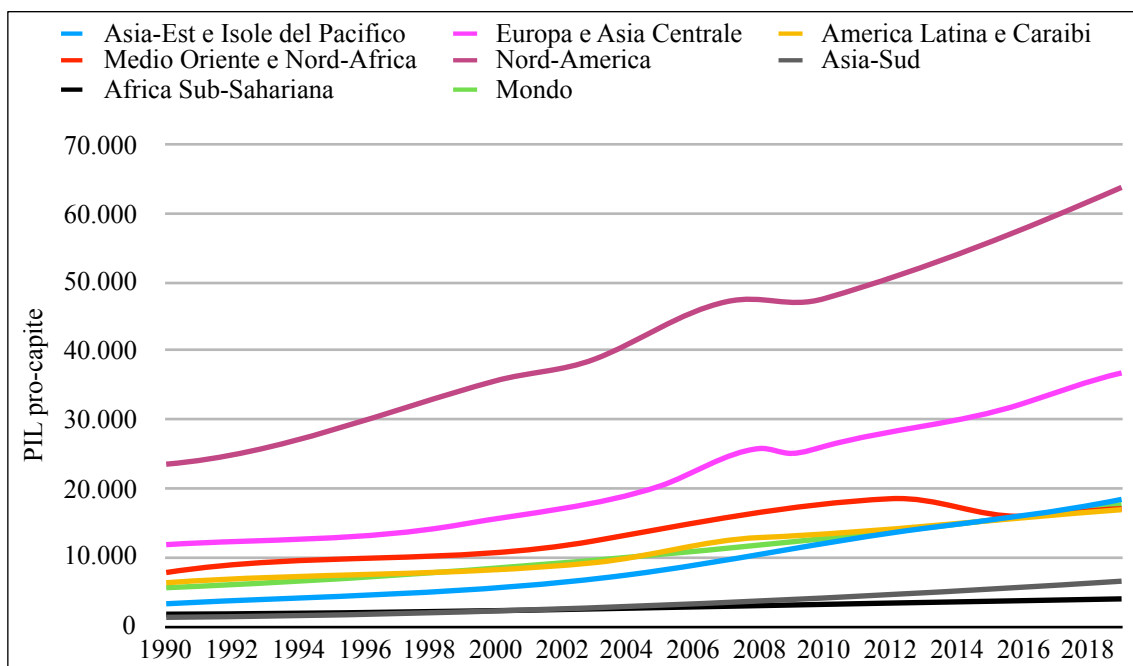
¹ <https://data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.LE00.IN?end=2019&locations=1W-ZG-8S&start=1990>

² <https://www.esmap.org/node/70930>

³ <https://ourworldindata.org/water-access>

anche con effetti molto pesanti per alcuni paesi occidentali come la Spagna, la crisi dei debiti sovrani del 2011-2013 che ha portato alcuni stati europei sull'orlo del default, andava infatti di moda l'acronimo "PIIGS" (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) per identificarli e uno di questi, la Grecia, effettivamente dovette ricorrere ad un *haircut* del debito dopo lunghe trattative con i creditori e le istituzioni internazionali. La preoccupazione sulla tenuta di alcuni stati fu tale da alimentare il timore di una possibile disgregazione dell'Unione Europea, salvata poi dall'intervento della Banca Centrale Europea annunciato con il famoso intervento del 26 Luglio 2012 pronunciato dall'allora governatore Mario Draghi.

Figura 1: PIL pro-capite, macro-aree geografiche e mondo

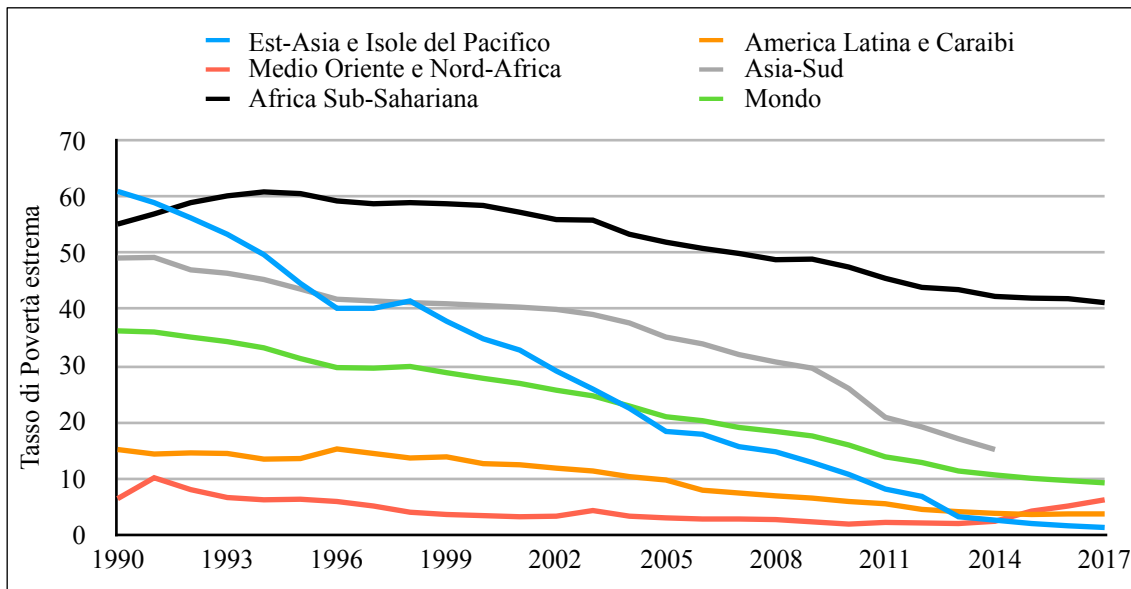


Fonte: Banca Mondiale

Ovviamente questa grande crisi non è l'unica ad aver caratterizzato questi oltre vent'anni della storia umana. Purtroppo si sono continuate a registrare la persistenza di numerosi conflitti armati e la nascita di nuovi, spesso nelle regioni dove la qualità della vita risulta già molto bassa, come ad esempio le guerre civili nel continente africano.

L'Armed Conflict Location and Event Data Collect (ACLED)⁴ stima oltre 150.000 eventi bellici avvenuti tra il 1997 e il 2021 che hanno causato più di 410.000 vittime.

Figura 2: Tasso di Povertà estrema (meno di \$ 1,90 al giorno)



Fonte: Banca Mondiale

Ultima ma non meno importante, dato che ancor oggi ne subiamo le conseguenze dirette, è la questione delle pandemie la cui diffusione ha beneficiato della maggiore facilità di collegamento tra regioni geograficamente molto distanti fra di loro e della maggior frequenza degli spostamenti e, quindi, delle occasioni di incontro ravvicinato tra persone. Queste sono alcune epidemie⁵ scoppiate o comunque che continuano ad avere grande diffusione nel dopoguerra:

- Influenza Suina (H1N1), 2009-2010: più di 490.000 casi confermati e diffusione a livello globale;

⁴ <https://acleddata.com/dashboard/#/dashboard>

⁵ Alcune di queste sono annoverate tra le cosiddette malattie endemiche, ovvero costantemente o frequentemente presenti in una popolazione o in un territorio.

- AIDS (HIV), 1981-oggi: l'organizzazione mondiale della sanità stima che nel 2019 che i contagiati superino i 39 milioni e i decessi complessivi si aggirino attorno i 33 milioni;
- Ebola (*Ebola Virus Disease*), 2014-2016: fortunatamente circoscritta in alcuni stati dell'Africa Occidentale, si è registrato un tasso di fatalità medio del 50% (i primi casi storicamente documentati risalgono al 1976) con picchi del 90%;
- Dengue (DENV): l'OMS stima ogni anno tra le 100 e le 400 milioni di infezioni con un tasso di fatalità del 1%;
- Malaria: si stimano nel 2019 circa 229 milioni di casi e 409.000 decessi (di cui il 67% sono bambini al di sotto dei cinque anni), la sesta causa di morte nei paesi a basso reddito;

Naturalmente la pandemia da COVID-19 non può che essere quella che più resti negli occhi di tutti sia dagli effetti sanitari, con più di 235 milioni di positività riscontrate e purtroppo più di 4,8 milioni di decessi, che da quelli economici. Tra il 2020 ed il 2021 si sono visti dei veri e propri crolli dei PIL nazionali (Tabella 1), a livelli che non si registravano dalla Seconda Guerra Mondiale.

Tabella 1: Tasso di crescita del PIL (prezzi costanti 2015 USD, dati in percentuale)⁶

Paese	2018	2019	2020
Canada	2,4	1,9	-5,3
Francia	1,8	1,5	-8,1
Germania	1,3	0,6	-4,8
Giappone	0,3	0,3	-4,8
Italia	0,9	0,3	-8,9
Messico	2,2	-0,1	-8,2
Regno Unito	1,3	1,4	-9,8

⁶ Alcuni valori non sono ancora definitivi.

Stati Uniti	3,0	2,2	-3,5
OCSE	2,3	1,6	-4,7

Fonte: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE)

Per far fronte a questa grande crisi in primis sanitaria ma anche economica dato che sia gli effetti della malattia che le misure di contenimento del contagio adottate dalle autorità nazionali che hanno provocato forti rallentamenti negli scambi commerciali a livello globale e anche, nei casi di lockdown più severi, la vera e propria chiusura forzata di intere filiere produttive considerate non essenziali, le politiche economiche implementate si sono basate su forti iniezioni di liquidità all'interno del sistema per tamponare gli effetti della contrazione dell'economia su famiglie ed imprese attraverso il massiccio ricorso al debito pubblico, sfruttando anche la congiuntura favorevole per quanto riguarda i tassi d'interesse garantita da una politica monetaria espansiva che proseguiva ormai da un decennio.

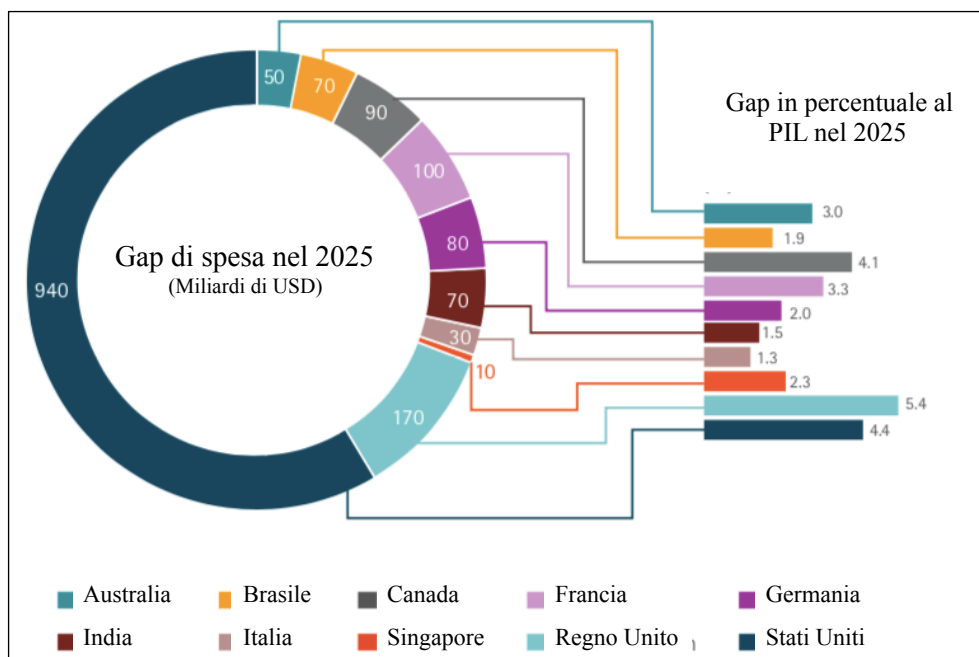
Molti stati, come l'Italia, sono entrati in questa fase storica con un debito pubblico già molto elevato e a volte con tassi di crescita del reddito molto bassi e tali da essere insufficienti a coprire il costo del servizio del debito, determinando così un continuo aumento del rapporto debito/PIL, alimentando il cosiddetto effetto "palla di neve" (*snowball*) negativo.

Alcune domande sorgono quindi spontanee: *"Nel probabile scenario futuro in cui le banche centrali decidano di rialzare i tassi d'interesse per contrastare l'arrivo dell'inflazione, in che modo gli stati rientreranno dal deficit accumulato per far fronte alla pandemia ed evitare così di veder aumentare significativamente il costo del debito? Qualora venissero attuati aggiustamenti di bilancio, possono una parte delle spese rientranti nel perimetro del welfare essere sacrificate nell'ottica del contenimento della spesa pubblica e, qualora si avverasse questo scenario, come*

verrebbero garantiti livelli di assistenza e protezione sociale almeno paragonabili a quelli odierni?”

Da questi brevi quesiti e dalla crescente domanda di spesa per welfare, certificata già nel 2012 con un rapporto di Accenture e Oxford Economics (Figura 3) nel quale si stimava l'enorme gap tra domanda e offerta di servizi pubblici previsto nel 2025, nasce l'ispirazione per questo elaborato, infatti quella che mi accingo a presentare può essere identificata come una valida soluzione per colmare tale differenza e potenzialmente anche per abbassare il peso della domanda di welfare e servizi pubblici sulle finanze statali. L'argomento in questione è la cosiddetta Finanza ad Impatto o più comunemente chiamata attraverso la locuzione anglosassone “*Impact Investing*”.

Figura 3: Gap tra domanda e offerta di servizi pubblici (dati in miliardi di USD)



Fonte: Accenture e Oxford Economics, 2012

Nello specifico questa tesi si articolerà in cinque capitoli strutturati in modo tale da affrontare complessivamente un argomento così complesso e di evidenziarne le potenzialità.

Inizialmente si delinea un perimetro di cosa possa essere considerato *Impact Investing*, non esiste infatti una definizione univocamente accettata per questo genere di investimenti. Importante in questo senso è l'identificazione dei soggetti economici che partecipano a questo tipo di attività le quali spesso non sono caratterizzate da due semplici controparti (finanziatore ed erogatore del bene o del servizio), ma generalmente necessitano anche di soggetti terzi per poter essere implementate.

Successivamente verranno identificati i principali strumenti utilizzati all'interno degli Investimenti ad Impatto i quali si differenziano sia per struttura, pensiamo ad esempio alle azioni o alle obbligazioni, ma anche, a parità di tipologia, per la complessità dello strumento (i Social Impact Bonds ne sono una testimonianza). Ovviamente non bastano solamente i buoni propositi per poter tenere in piedi un investimento. Se da una parte vi è sicuramente la volontà di creare un impatto positivo sulla società, dall'altro vi è la necessità di ottenere un rendimento dall'investimento stesso. Proprio per questo motivo verranno approfondite le principali tecniche di misurazione che vengono applicate in questo campo, le quali hanno l'arduo compito di combinare da una parte la misurazione del rendimento di tipo economico-finanziario e dall'altra l'impatto che l'investimento sociale ha sulla popolazione di riferimento per poter arrivare a dei parametri di sintesi che possano certificare la bontà o la fallacia degli obiettivi su cui si basava l'investimento.

Una volta presentati i caratteri formali verrà mostrata l'evoluzione del mercato dell'*Impact Investing*, in particolare attraverso i volumi raggiunti da questo mercato, relativamente giovane, nel corso degli anni e soprattutto l'espansione geografica di esso in quanto sempre più frequentemente si sono registrate attività d'investimento ad impatto in quelle aree del pianeta maggiormente arretrate dal punto di vista sociale come il continente africano, alcune zone dell'America Latina e della parte meridionale del continente asiatico. Per poter affrontare in maniera approfondita questa sezione verranno citati spesso lavori effettuati dal *Global Impact Investing Network* (GIIN),

dall'*Aspen Network of Development Entrepreneurs* (ANDE) e da alcuni fondi d'investimento o filantropici attivi in questo tipo di attività.

Al termine di questa panoramica a livello mondiale, l'obiettivo sarà quello di soffermarsi sul contesto italiano del mercato dell'*Impact Investing*. Nel nostro Paese infatti le premesse su cui si è basata l'ispirazione per questo elaborato sono probabilmente le più evidenti negli stati occidentali ma, a differenza di molti altri paesi, può contare su un ecosistema di imprese e iniziative rientranti nel perimetro del cosiddetto Terzo Settore le quali possono fungere da solide fondamenta per poter implementare efficacemente numerose iniziative di investimenti ad impatto.

Verrà infine affrontato l'impatto che la pandemia di COVID-19 ha avuto sul mercato dell'*Impact Investing* e sulle parti economiche che partecipano in questo tipo di iniziative, impatto che, anche sorprendentemente, non presenta solo attributi negativi ma vere e proprie opportunità di espansione qualitativa, quantitativa e geografica.

I. COS'È IMPACT INVESTING

I grandi sconvolgimenti manifestatisi nel nuovo millennio in particolare con le due recenti grandi crisi scoppiate a distanza di pochi anni hanno portato sempre maggiore attenzione verso quegli interrogativi posti sulla capacità del sistema finanziario di creare valore non solamente per coloro che hanno le capacità e la forza per operarci all'interno, ma anche per l'intera collettività che spesso non ha la possibilità di poter beneficiare dell'accesso ai mercati finanziari. Spesso inoltre le società operanti nei mercati finanziari vengono percepite come entità che si arricchiscono sulle spalle della comunità.

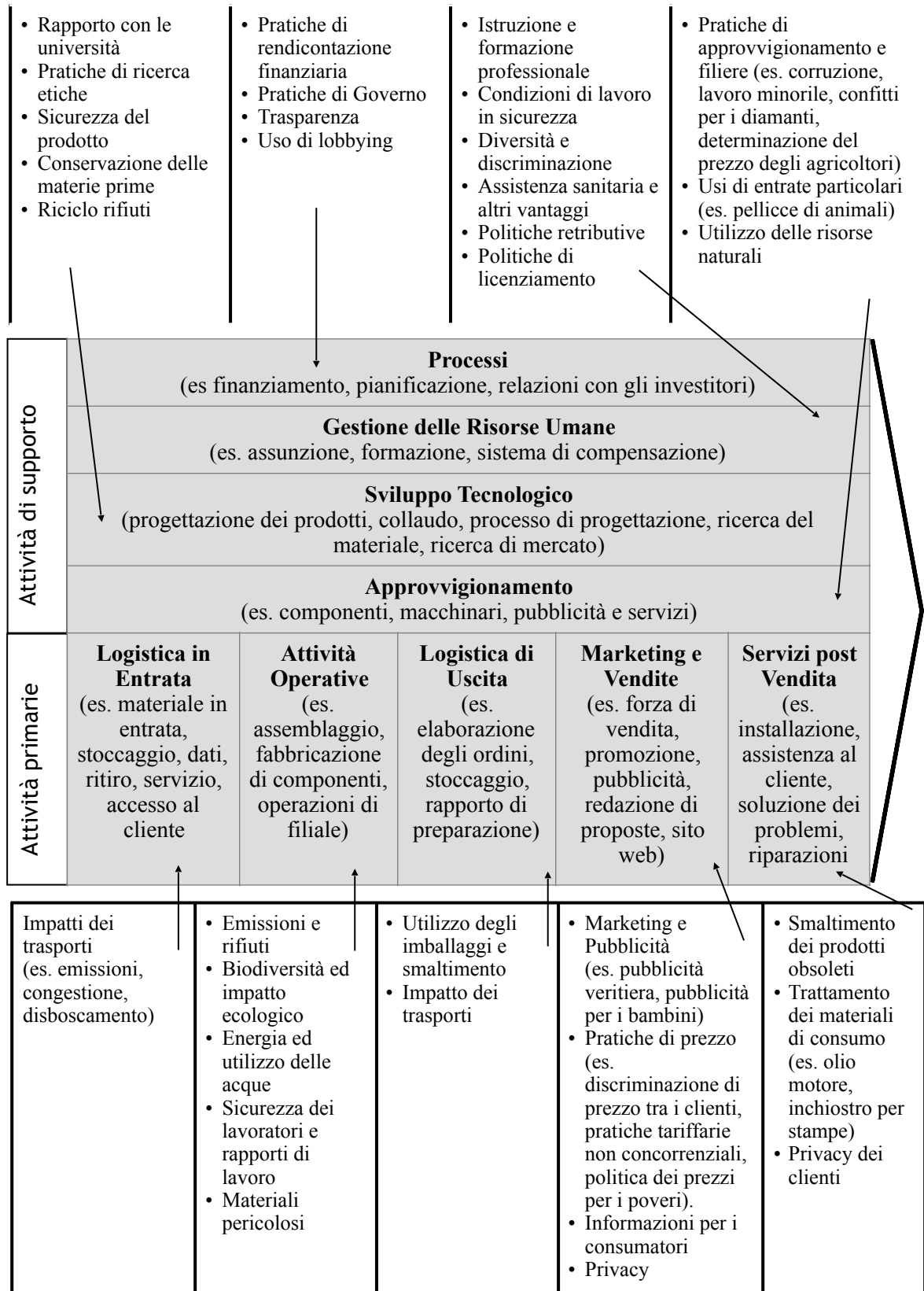
“Le società devono porsi all'avanguardia nel riavvicinare il business e la società.”

Michael E. Porter e Mark R. Kramer (2011)

Questa frase sintetizza perfettamente l'idea di una profonda distanza tra i soggetti operanti nei mercati finanziari e la società comune. Secondo Porter e Kramer⁷ il *trade-off* tra profitti e benefici per la collettività è un paradigma che all'interno dell'attuale sistema economico va sempre più scomparendo in quanto determinati comportamenti di responsabilità da parte dell'impresa possono essere fattori che possono creare vantaggio competitivo in quanto permettono di accrescere la reputazione aziendale, con connessi benefici sull'attività. Lo stesso Porter nel 1985 arricchì (Figura 4) il suo celebre modello della catena del valore (*value chain*) al fine di dimostrare che le componenti di tale catena possono generare impatti positivi verso la collettività senza però precludere la generazione del profitto il quale resta comunque il cuore pulsante dell'attività d'impresa.

⁷ Porter M. E. e Kramer M. R. (2011), *Creating Shared Value: how to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth*, Harvard Business Review, pp. 4-5.

Figura 4: Gli impatti sociali della catena del valore (Social impacts of value chain);



Fonte: Michael E. Porter, 1985

Anche alle attività finanziarie quindi, essendo per definizione attività d'impresa, può essere efficacemente applicato questo modello in modo tale da poter riavvicinare la loro attività, come auspicato da Porter e Kramer, alla maggioranza della comunità.

Il riavvicinamento dell'attività finanziaria o comunque, più in generale, dell'attività d'impresa verso una maggiore attenzione a tematiche di socio-ambientali in quest'ultimo decennio ha subito una forte accelerazione soprattutto grazie all'introduzione, da parte dell'Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU), dell'Agenda 2030 contenente i diciassette Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (*Sustainable Development Goals, SDGs*), contenenti a loro volta 169 traguardi ad essi associati.

Figura 5: Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile, Agenda 2030



Fonte: Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU)

Oltre alle importanti decisioni prese dall'ONU in materia di sviluppo sostenibile, anche il settore finanziario ha fatto sentire la propria voce a riguardo, a testimonianza

del fatto che l'attenzione degli operatori verso le tematiche ambientali e sociali è più forte di quanto si pensi. Emblematiche sono state, da questo punto di vista, le lettere inviate da Larry Fink (Amministratore Delegato, fondatore e Presidente di Blackrock) negli ultimi tre anni rivolte a tutti gli amministratori delegati delle società comprese nel portafoglio investimenti della società. Le lettere in questione sono:

- “*A sense of purpose*” del 12 gennaio 2018⁸, dove Fink mette in evidenza da una parte l'elevato crescita dei rendimenti all'interno dei mercati finanziari e dall'altra il crescente disagio in determinate fasce della popolazione le quali hanno dovuto lottare con condizioni economiche non sempre favorevoli da cui sono risultati salari stagnanti e che hanno dovuto subire scelte di politica economica poco lungimiranti in particolare in ambito previdenziale, infrastrutturale e di reinserimento lavorativo. Con questa lettera Larry Fink auspica che i CEOs destinatari del documento si pongano delle domande in merito a quale tipo di impatto la loro attività sta avendo sul resto della comunità e se possono ricoprire un ruolo attivo per la salvaguardia dell'ambiente e lo sviluppo della società in quanto:

“Senza uno scopo sociale nessuna impresa, pubblica o privata, può raggiungere il suo pieno potenziale perché perderà progressivamente la sua licenza di operare agli occhi dei suoi portatori d'interessi. Soccomberà a pressioni di breve periodo che la spingeranno a distribuire utili, sacrificando investimenti in capitale umano, innovazione e spese in conto capitale indispensabili per una crescita di medio-lungo respiro.”

Larry Fink (2018)

⁸ <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter>

- “*Profit & Purpose*” del 17 gennaio 2019⁹, in cui viene rappresentato uno scenario mondiale caratterizzato dall’incertezza sui mercati dovuta ad una percezione di un avvicinamento di una fase ciclica recessiva e di una crescente tensione sociale dovuta alla stagnazione dei salari e di incertezza occupazionale dovuta all’avvento delle nuove tecnologie, purtroppo sfociata in alcuni episodi di violenza. Fink anche qui, evidenziando il fatto dell’assenza di dicotomia tra profitti e scopi sociali ma che questi siano interconnessi, incoraggia le aziende ad assumere la leadership nel costruire ambienti, nelle regioni in cui esse operano, affinché possano prosperare e poterlo fare in modo sostenibile sia dal punto di vista ambientale che dal punto di vista economico, viene citato infatti il sistema previdenziale;
- “*A Fundamental Reshaping of Finance*” del 14 gennaio 2020¹⁰, nella quale Fink auspica una revisione del paradigma di mercato adottato finora in particolare attraverso una maggiore attenzione al rischio climatico, la cui quantificazione, viene fatto notare, sta prendendo piede troppo lentamente nei modelli di valutazione dei rischi utilizzati dalle società finanziarie. La lettera spinge quindi verso un’accelerazione della corretta valutazione del rischio climatico in modo tale da ricostruire e ribilanciare i portafogli d’investimento;
- Nell’ultima lettera inviata ai CEOs (2021)¹¹ Larry Fink identifica la pandemia da COVID-19 come un catalizzatore delle attenzioni da parte della popolazione verso le questioni sociali in particolare per quanto riguarda le disuguaglianze di reddito e anche quelle sociali, ad esempio la questione razziale che negli Stati Uniti ha avuto ampio risalto a causa degli scandali provocati dalle violenze da parte di alcuni poliziotti nei confronti di afroamericani. Vi è inoltre la profonda convinzione, nella lettera, che la pandemia abbia portato anche maggiore consapevolezza riguardo al cambiamento climatico. Perciò, attraverso la formazione di *Task Force on Climate-*

⁹ <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2019-larry-fink-ceo-letter>

¹⁰ <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2020-larry-fink-ceo-letter>

¹¹ <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>

related Financial Disclosures (TCFD) e *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), Fink chiede espressamente alle aziende di predisporre report di sostenibilità e dei piani di business compatibili con una politica di zero emissioni entro il 2050 (questi documenti dovranno essere pubblici). Resta profondamente radicata quindi l'idea che una forte attenzione verso le tematiche ambientali e sociali possa essere una chiave fondamentale per la competizione nel lungo termine e quindi anche per gli azionisti.

Prima di approfondire nel dettaglio l'argomento dell'*Impact Investing*, attraverso le varie definizioni e teorie proposte, è bene mettere ordine sulle terminologie accostate a questo termine.

Spesso infatti nei documenti ufficiali al termine *Impact Investing* vengono associati sinonimi come *Socially Responsible Investing* o *Blended Value*, tanto che Freireich e Fulton (2009) hanno coniato l'espressione "Torre di Babele"¹² (Figura 6) per mostrare la diffusa sovrapposizione di termini.

Anche la traduzione italiana di conseguenza registra numerose terminologie riferendosi al medesimo argomento, ad esempio "finanza sociale" o "finanza etica", ma il termine che più correttamente traduce il significato di *Impact Investing* risulta essere "finanza ad impatto".

Vi è però da segnalare che non vi è unanimità nel considerare corretta questa rappresentazione, infatti secondo Höchstädter e Scheck (2014) è necessario fare una distinzione fondamentale tra *Social Investments* e *Social Sesponsible Investments*¹³. Per quanto riguarda il primo, il suo utilizzo avviene principalmente in Europa (specie nel Regno Unito) e spesso viene associato alla *Social Finance* (Finanza Sociale) racchiudendo un significato di investimenti effettuati senza la necessità di creare

¹² Freireich J. e Fulton K. (2009), *Investing for Social & Environmental Impact: A Design for Catalyzing an Emerging Industry*, Monitor Institute.

¹³ Höchstädter A. K. e Scheck B. (2015), *What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners*, *Journal of Business Ethics*, 132, pp. 449-475.

profitti, come ad esempio la filantropia. I *Social Investments* quindi, secondo le autrici, appaiono quindi considerati come un sottoinsieme degli *Impact Investments*, infatti in seguito vedremo come permane all'interno di questi ultimi una logica ancora orientata all'ottenimento di un profitto.

Per quanto riguarda i *Social Responsible Investments* (SRI) essi, a livello generale, possono essere considerati più simili agli *Impact Investments* rispetto ai precedenti in quanto contemplanò l'integrazione di interessi non esclusivamente finanziari, come l'etica o la sostenibilità ambientale, all'interno del processo d'investimento. La differenza nasce in quanto gli investimenti ad impatto sono caratterizzati da una maggiore proattività nella risoluzione di problematiche legate alla società e all'ambiente, mentre gli SRI nascono dalla necessità di migliorare le attività aziendali in termini di sviluppo sostenibile e, in aggiunta, di evitare il finanziamento di attività potenzialmente impattanti negativamente sull'ambiente e sulla popolazione¹⁴.

Figura 6: La “Torre di Babele” dell’*Impact Investing*



Fonte: Freireich e Fulton, 2009

¹⁴ Melandri G., Calderini M., La Torre M. (2014), *La Finanza che Include: Gli Investimenti ad Impatto Sociale Per Una Nuova Economia*, Rapporto Italiano Della Social Impact Investment Task Force Istituita In Ambito G8.

1.1 Un concetto, molteplici definizioni

Inserito all'interno del più ampio insieme della finanza sociale¹⁵, come precedentemente accennato, l'*Impact Investing* non presenta una definizione univocamente accettata dagli accademici ed operatori del settore in quanto spesso questi ultimi ne identificano ciascuno differenti caratteristiche, vincoli e limiti per scegliere i progetti da finanziare.

Dal punto di vista storico il termine "*Impact Investing*" è stato coniato nel 2007 in Italia, sulle rive del Lago di Como presso il Bellagio Center della Rockefeller Foundation nel quale si tenne un incontro in cui vennero invitati i principali leader mondiali in ambito finanziario e filantropico. In questa occasione venne discussa, nel bel mezzo della crisi finanziaria, l'opportunità di lanciare un nuovo mercato incentrato su investimenti generanti un'impatto positivo su ambiente e società. A dire il vero il Monitor Institute, con un documento redatto da Jessica Freireich e Katherine Fulton (2009), fecero notare che investimenti finanziari orientati anche alla creazione di benessere sociale erano già presenti a livello internazionale ma essi si presentavano in maniera completamente disconnessa e spesso estemporanea, percepiti prevalentemente come un mercato di nicchia.

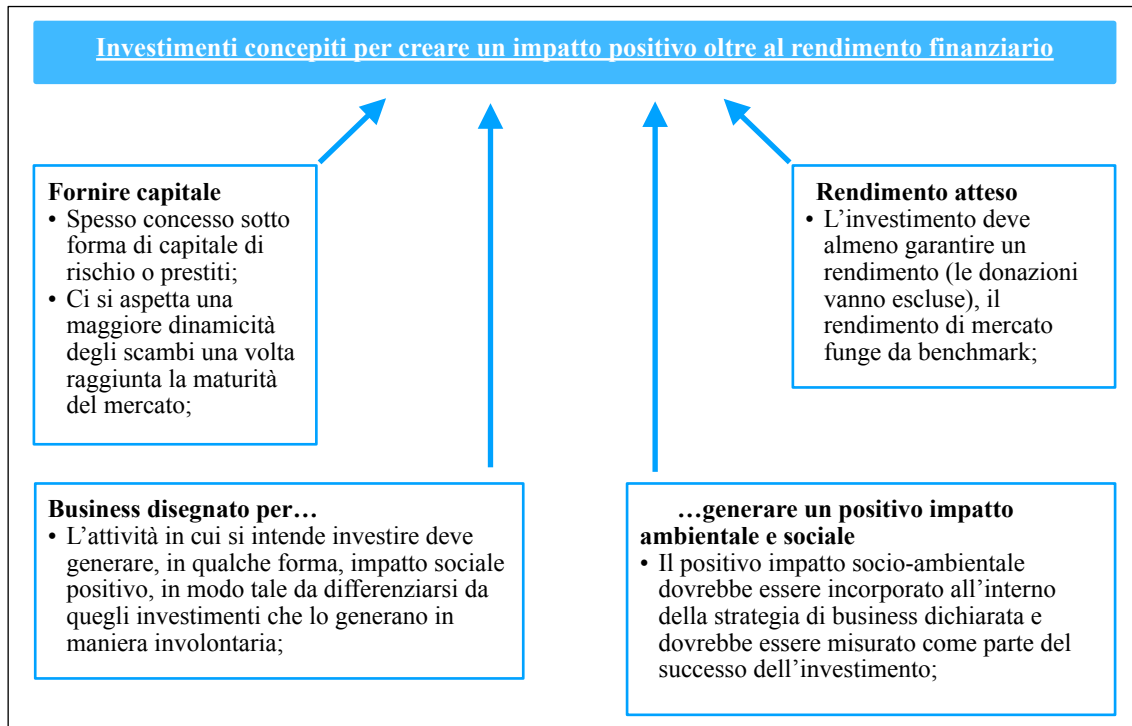
Dopo questa conferenza, rivelatasi fondamentale per suscitare interesse, diversi tentativi di formulazione di una definizione generale e il più possibile rappresentativa del fenomeno pensato in quel del Bellagio. Il lavoro pionieristico per eccellenza in merito di finanza ad impatto è risultato essere un documento presentato congiuntamente da *J.P. Morgan*, dalla *Rockefeller Foundation* e dal *Global Impact Investing Network* (GIIN) nel novembre 2010, in cui vennero identificati gli *Impact Investments* (Figura 7) come investimenti caratterizzati dalla volontà di creare un impatto positivo oltre al rendimento finanziario¹⁶. Per poter ottenere questo connubio è

¹⁵ Rexhepi G. (2016), *The Architecture of Social Finance*, *Routledge Handbook of Social and Sustainable Finance*, pp. 35-49, Routledge, Londra.

¹⁶ O'Donohoe N., Leijonhufvud C., Saltuk Y. (2010), *Impact Investments: An emerging asset class*, J.P. Morgan, The Rockefeller Foundation, Global Impact Investing Network.

fondamentale essere in grado di valutare puntualmente la performance ambientale e sociale dell'investimento oltre a quella finanziaria.

Figura 7: Definire l'Impact Investing



Fonte: O'Donohoe, Leijonhufvud e Saltuk, 2010

Destinatari di questo tipo di iniziative, secondo gli autori, figurano essere spesso quelle fasce della popolazione comprese nella cosiddetta base della piramide (*bottom of the pyramid*), ovvero persone con un reddito inferiore a 3000 dollari annui, attraverso il finanziamento di enti od organizzazioni erogati servizi essenziali come ad esempio l'assistenza sanitaria di base, l'acqua potabile e l'energia elettrica. L'ampiezza dei servizi rientranti nel perimetro d'interesse degli investitori sensibili all'impatto sociale non si limita a queste attività, spesso destinate verso aree geografiche ancora caratterizzate da una significativa arretratezza tecnologica ed economica, ma possono avere grande diffusione anche nei paesi più sviluppati dove le esigenze si concentrano maggiormente sul contrasto alla povertà, la sostenibilità ambientale e forme di

finanziamento dedicato a coloro che faticano ad accedere all'affidamento bancario e possono risultare vittime dell'usura.

In seguito a questo importante documento, nel quale per la prima volta si è cercato di mettere ordine in questo mercato caratterizzato da una notevole segmentazione a causa della presenza di molteplici forme d'investimento e dalla presenza di molteplici attori economici differenti, è rimasta la mancanza di una visione comune per quanto concerne la definizione del mercato della finanza ad impatto.

Tale profonda differenziazione, che rende difficile un'identificazione unitaria dell'*Impact Investing*, può essere sommariamente dovuta ai seguenti punti¹⁷:

- Tipo di mercato (domestico, non domestico, regolamentato, non regolamentato)
- Ragioni di investimento
- Imprese in cui si investe (for profit, ibride o non profit)
- Strumenti finanziari utilizzati (azionari, obbligazionari, ibridi, di donazione)
- Aspettative di rendimenti finanziari (sopra, sotto o in linea con il rendimento di mercato)
- Tipologia di investitori (asset manager, istituzioni finanziarie, organizzazioni filantropiche, family offices...)
- Tipologie di attori di mercato
- Tipologia di impatto generato (di prodotto, operativo)

Dal punto di vista teorico comunque le visioni scaturite nel corso degli anni possono essere riclassificati in due grandi filoni di pensiero: la teoria "intenzionalista" e la teoria "addizionalista".

¹⁷ Bandini F. e Pallara F. (2021), *Impact Investing: Il quadro italiano*, Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali - Yunus Social Business Center (YSBC), p. 8.

La teoria “dell’intenzionalità” o “intenzionalista”, sostenuta tra gli altri dal *Global Impact Investing Network* (GIIN)¹⁸ e dallo *European Sustainable Investment Forum* (EUROSIF)¹⁹, risulta essere la maggiormente diffusa tra gli attori di mercato e gli studiosi. Il GIIN definisce gli *impact investments* come: “*investimenti effettuati con l’intento di generare un’impatto sociale positivo e misurabile accompagnato anche da un rendimento finanziario*”²⁰.

Sempre all’interno della cornice intenzionalista quindi può essere inserita la visione di O’Donohoe, Leijonhufvud e Saltuk precedentemente esposta, ma possono esservi inserite anche altri importanti enunciati:

- secondo Drexler e Noble (World Economic Forum, 2013): “*Impact Investing è un approccio d’investimento che intenzionalmente cerca di creare sia un ritorno di tipo finanziario sia un positivo impatto sociale ed ambientale che possa essere attivamente misurato.*”²¹
- un’importante contributo è stato dato anche dalla task-force, presieduta da Sir Ronald Cohen, voluta dall’allora Primo Ministro David Cameron nell’ambito della presidenza inglese del G8 del 2014. Nel documento pubblicato, in cui viene auspicato un cambio di paradigma all’interno dei mercati finanziari in cui oltre al classico binomio rischio-rendimento venga considerato anche l’impatto (*three-dimensions paradigm*), si definiscono i *Social Impact Investments* quali: “*investimenti che mirano in maniera specifica verso obiettivi sociali assieme ad un ritorno*

¹⁸ Il GIIN è una rete internazionale di investitori ed operatori nata nel 2009 con l’obiettivo di diffondere e migliorare la diffusione della finanza ad impatto nel mondo.

¹⁹ EUROSIF è la principale associazione paneuropea promotrice della sostenibilità all’interno dei mercati finanziari europei.

²⁰ <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

²¹ Drexler M. e Noble A. (2013), *From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors*, World Economic Forum Investor Industries.

finanziario, il raggiungimento dei quali debba essere misurato. Essi si collocano in una posizione intermedia tra la filantropia e gli investimenti sostenibili.”²²

- *“Per investimenti ad impatto sociale si intende un’ampia gamma di investimenti basati sull’assunto che i capitali privati possano intenzionalmente e proattivamente contribuire a creare, in taluni casi in combinazione con i fondi pubblici, impatti sociali positivi e, al tempo stesso, rendimenti economici.”²³* Questa è la definizione data dalla task-force italiana sugli investimenti ad impatto stabilita dal G8 del 2014. In questo caso per la prima volta compare la possibilità di una *partnership* pubblico-privata per l’implementazione di questi investimenti. Il settore pubblico infatti può e deve giocare un ruolo centrale in questo mercato in particolare in presenza di strumenti ibridi come i *Social Impact Bonds*.

Pur partendo da diversi punti di vista, dall’istituzionale (G8 e World Economic Forum) all’operativo (GIIN), queste definizioni presentano importanti caratteristiche comuni:

1. Intenzionalità: tale attributo è fondamentale per la distinzione tra investimenti ad impatto ed investimenti socialmente responsabili, questi ultimi infatti possono creare effettivamente un’impatto sociale ed ambientale positivo, ma questo effetto risulta derivare indirettamente o addirittura accidentalmente dall’investimento. La presenza di intenzionalità nel finanziamento di attività strutturate per creare un impatto positivo dunque è un requisito necessario per rientrare all’interno del perimetro della finanza ad impatto;
2. Ricerca di un rendimento economico-finanziario: tale requisito permette la distinzione con le donazioni;

²² Social Impact Investment Taskforce (2014), *Impact Investment: The Invisible Heart of Markets*, Social Impact Investment Taskforce.

²³ Melandri G., Calderini M., La Torre M. (2014), *La Finanza che Include: Gli Investimenti ad Impatto Sociale Per Una Nuova Economia*, Rapporto Italiano Della Social Impact Investment Task Force Istituita In Ambito G8.

3. Flessibilità del rendimento atteso: gli investitori possono mirare essenzialmente a tassi di rendimento dell'investimento superiori, inferiori o in linea a quelli di mercato. La combinazione tra rendimento ed impatto crea sostanzialmente quattro tipologie di investitori (Figura 5).

Figura 5: La tipologia degli investitori



Fonte: Bandini e Pallara, 2021

4. Misurabilità dell'impatto: probabilmente l'essenza dell'*Impact Investing*. La valutazione d'impatto socio-ambientale può essere effettuata secondo criteri qualitativi (come ad esempio il miglioramento di prestazioni sanitarie), quantitativi (come ad esempio la riduzione dell'abbandono scolastico) o in termini monetari attribuendo un valore ai benefici offerti alla società (sulla quale si basa ad esempio il calcolo dello SROI). Per poter fare ciò sono necessari, sia dai finanziatori che dai finanziati, maggiori sforzi nella predisposizione di report dettagliati che facilitino la raccolta, rielaborazione e valutazione dei dati per poter così arrivare a criteri di valutazione sempre più affidabili. Proprio questo in questo campo è concentrato il principale dibattito all'interno della finanza ad impatto, il quale verrà approfondito nel Capitolo 3.

In contrapposizione alla più osteggiata teoria intenzionalista si pone la cosiddetta “teoria dell’addizionalità” o “addizionalista” riconosciuta dalla *European Venture Philanthropy Association* (EVPA)²⁴. In questa visione della finanza ad impatto si cerca di mettere maggiormente al centro il carattere innovativo nella fornitura di servizi proposti dagli attori del mercato della finanza ad impatto. L’innovazione infatti viene messa al centro dell’attenzione a differenza di quanto non succeda, a detta degli “addizionalisti”, nella teoria dell’intenzionalità.

I sostenitori di questo filone di pensiero sono convinti che: “*la missione fondamentale dell’Impact Investing dovrebbe essere lo sviluppo di nuovi e più appropriati modelli in modo da soddisfare i bisogni sociali delle comunità*”²⁵. Tale visione risulta essere più ambiziosa rispetto quella intenzionalista, infatti viene sostenuto che l’innovazione portata dalla finanza ad impatto debba puntare ad avere esiti “dirompenti” sulla società attraverso nuove modalità di erogazione dei servizi che dovranno risultare migliori rispetto a quelli attuali. Tale ottica sembra sposarsi molto bene con l’approccio tipico del Venture Capital, l’investimento temporaneo in imprese all’inizio del loro ciclo di vita affinché possano essere guidate affinché possano svilupparsi e crescere per poi essere vendute o quotate per poter ottenere un ritorno dall’investimento.

Se da un lato questa corrente di pensiero risulta più ambiziosa, dall’altro essa è caratterizzata da una rischiosità maggiore e ne restringe il campo per quanto riguarda gli strumenti rientranti all’interno della finanza ad impatto (Svedova et al., 2014)²⁶.

²⁴ EVPA è un’associazione internazionale promotrice della *venture philanthropy* e degli investimenti sociali (*social investments*).

²⁵ Balbo L. (2016), “The Future of Impact Investing”, in V. Vecchi, L. Balbo, M. Brusoni e S. Caselli (a cura di), *Principles and Practice of Impact Investing*, Routledge, Londra.

²⁶ Svedova J., Cuyegkeng A. e Tansey J. (2014), *Demystifying Impact Investing*, ISIS Research Centre, Sauder School of Business, University of British Columbia.

1.2 Gli attori della finanza ad impatto

1.2.1 La Domanda

La difficoltà nel trovare una definizione univoca di cosa sia *Impact Investing* si riflette anche nell'identificazione di quelle attività destinatarie degli investimenti ad impatto per la risoluzione di problematiche sociali ed ambientali. Non esiste infatti una categorizzazione della domanda di questo mercato accettata uniformemente e spesso le differenti visioni si poggiano sul contesto in cui gli enti da finanziare operano e sulle loro prospettive.

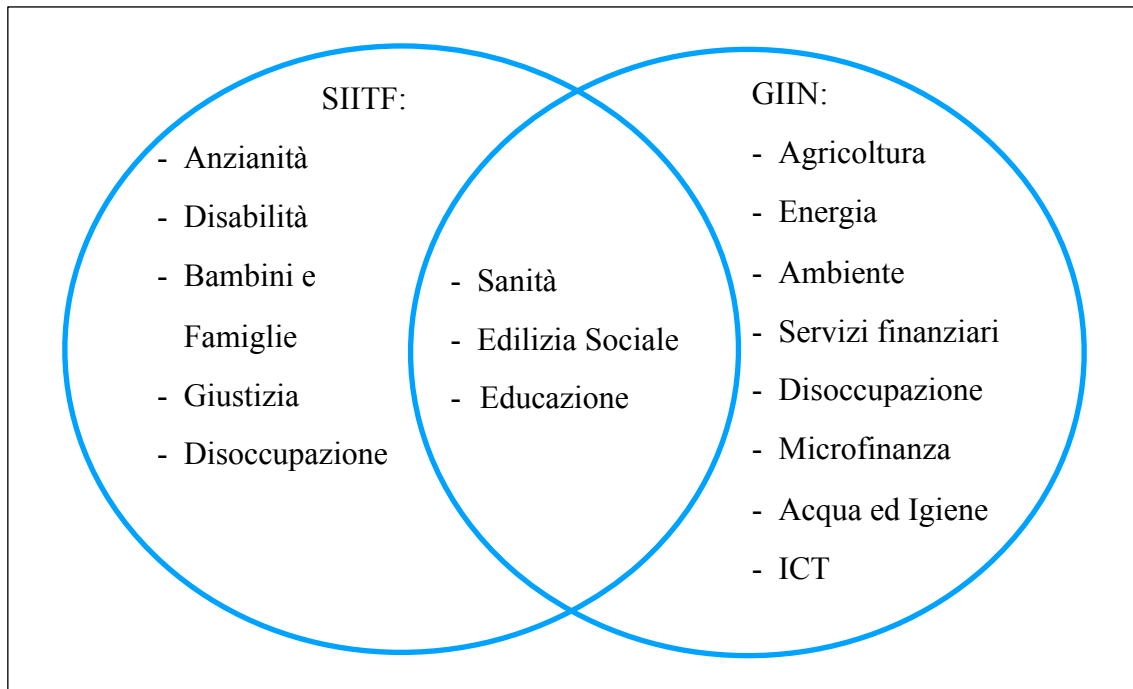
Il GIIN, ad esempio, identifica dei settori all'interno dei quali possono essere annoverati investimenti ad impatto: Agricoltura, Energia, Ambiente, Servizi Finanziari, Microfinanza, Tecnologie di Comunicazione ed Informazione (ICT), Acqua e Igiene, Salute, Edilizia, Istruzione²⁷. Per contro, la *Social Impact Investment Task Force* (SIITF) ne identifica la disoccupazione, la disabilità, la demenza, la giustizia, i bisogni concernenti le famiglie con figli e ai figli stessi, la salute, l'*housing* sociale e l'istruzione, quali ambiti verso cui devono essere destinati i capitali ad impatto. Certamente alcuni ambiti sono condivisi, ma siamo ancora ben lontani da una significativa uniformità di vedute, anche per il semplice fatto che vi è la possibilità che si presentino nuovi bisogni sociali da soddisfare.

Il ruolo che le risorse investite giocano in questi campi può risultare fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi fissati sia a livello di investitore (impatto-rendimento) sia per l'effettivo erogatore del servizio che può essere un ente privato oppure anche un soggetto pubblico. Pensiamo ad esempio alla sanità, settore la cui espansione risulta essere vitale nelle aree geografiche più povere e fragili dove vi è la maggior concentrazione di persone rientranti nella cosiddetta Base della Piramide; l'ingresso di capitali *Impact* potrebbe permettere un maggiore accesso all'assistenza sanitaria di

²⁷ Mudaliar A., Pineiro A. e Bass R. (2016), *Impact Investing Trends: Evidence of a Growing Industry*, Global Impact Investing Network.

base determinando notevoli miglioramenti nell'aspettativa di vita e nella mortalità infantile.

Figura 6: Bisogni sociali e settori d'investimento



Fonte: OCSE, 2015

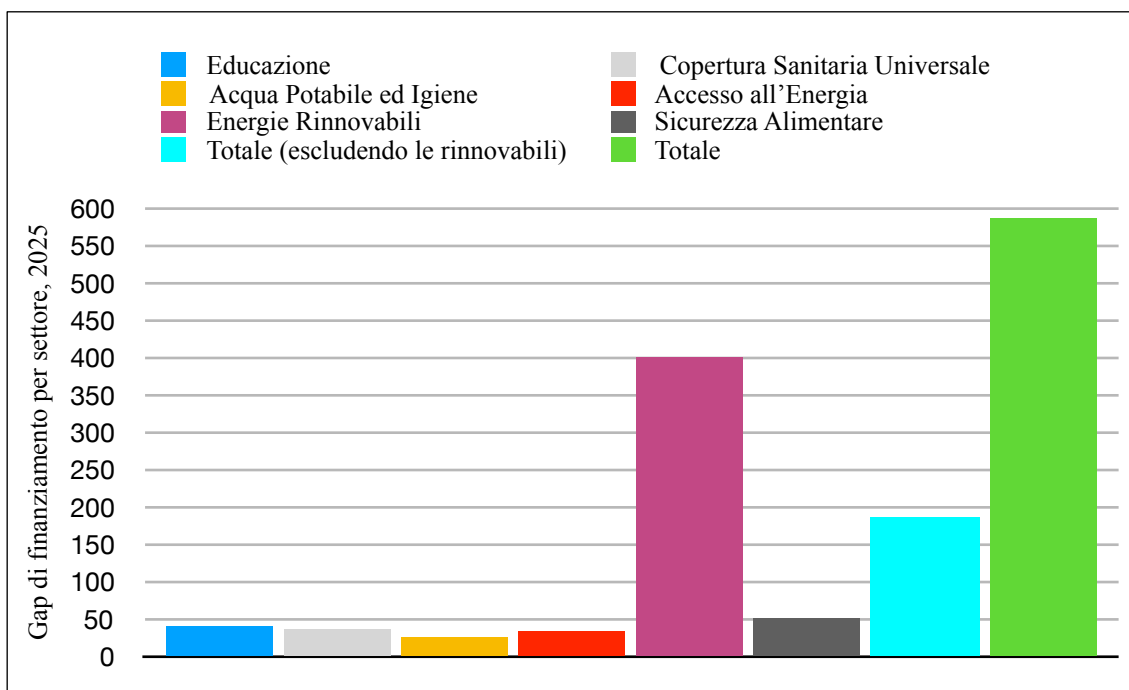
Greenhill e Ali (2013) hanno provato a stimare il gap di finanziamento annuo che a livello mondiale, entro il 2025, si potrebbe presentare nei principali settori in cui sono localizzati gli *Impact Investments*. Secondo i due autori i settori in cui più questa differenza tra fabbisogno e finanziamento si amplierà maggiormente sono quelli riguardanti l'energia rinnovabile (400-900 miliardi di USD), la sicurezza alimentare (50,2 miliardi) e l'educazione (38 miliardi)²⁸.

Questa rappresentazione può essere considerata anche come un indicatore preliminare della domanda potenziale dell'*Impact Investing* anche se ovviamente questo tipo di semplificazione contiene al suo interno delle criticità, ad esempio la possibilità da

²⁸ Greenhill R. e Ali H. (2013), *Paying for progress: how will emerging post-2015 goals be financed in the new aid landscape?*, ODI, Working Paper n° 366.

parte dei capitali *impact* di essere impiegati in attività rientranti in settori diversi da quelli indicati. Altra cosa da sottolineare è che queste risorse necessarie a colmare il divario tra fabbisogno e finanziamento difficilmente non possono essere fornite integralmente dal settore privato a causa dell'elevato ammontare, perciò sarà fondamentale implementare collaborazioni con le amministrazioni pubbliche per chiudere di tale gap.

Figura 7: Stima del gap finanziario annuo per settore



Fonte: Greenhill e Ali, 2013

Oltre ai settori all'interno dei quali possono esservi opportunità o necessità è importante identificare quale sia la forma giuridica degli enti e delle organizzazioni che compongono la domanda della finanza ad impatto. Secondo la SIITF le tipologie di questi attori possono essere identificate nelle seguenti fattispecie²⁹:

- Imprese Sociali;

²⁹ Social Impact Investment Taskforce (2014), *Impact Investment: The Invisible Heart of Markets*, Social Impact Investment Taskforce.

- 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;

Anche su questo fronte non è possibile stimare in maniera puntuale quanti e quali saranno gli attori che operano dal lato della domanda, poiché coloro che operano in ambito sociale assumo forme organizzative diverse da paese a paese. La proliferazione di questo tipo di organizzazioni sociali, affinché possano risultare attrattive per gli investitori *impact*, deve poggiarsi su sistemi che prevedano una legislazione chiara e possibilmente anche incentivi, anche di tipo fiscale, per poter operare con maggior facilità. Da questo punto di vista l'espansione nell'ultimo decennio di questo tipo di attori sociali è arrivato a coprire quote significative del Prodotto Interno Lordo di alcuni stati come Canada, Germania, Regno Unito e Stati Uniti in cui il settore sociale supera il 5% del PIL ed ancora più rilevante questo dato si riscontra in Italia dove arriva a toccare il 15%.

1.2.2 L'Offerta e gli intermediari

I soggetti che cercano di combinare rendimento ed impatto nella loro attività d'investimento fanno parte di categorie che occupano uno spazio molto rilevante nella totalità degli investitori e si differenziano sostanzialmente per caratteristiche, forme organizzative, dimensioni o semplicemente per i settori in cui operano. Essi possono essere raggruppati principalmente nelle seguenti categorie:

- Autorità governative (internazionali, statali, territoriali e locali);

- Istituzioni per il Finanziamento dello Sviluppo (*Development Finance Institutions*, DFI's): ad esempio la *African Development Bank* (AfDB), sono i principali fornitori di capitali;
- Family Office: i quali stanno progressivamente spostando i loro portafogli verso attività sostenibili, globalmente circa il 25% di essi possiede in portafoglio attività riconducibili all'*Impact Investing*³⁰;
- Fondi Pensione: meno attivi rispetto ai precedenti specie in quelle fattispecie che garantiscono rendimenti inferiori a quello di mercato, vi sono comunque delle eccezioni che hanno deciso di inserire in portafoglio investimenti ad impatto ad esempio TIAA-CREF che ha allocato risorse in ambito dell'*housing* sociale e in banche di comunità;
- Investitori istituzionali ed istituti bancari;
- Fondazioni: i naturali promotori degli investimenti ad impatto data la loro vocazione nell'affrontare problematiche di natura sociale ed ambientale;
- *High Net Worth Individuals* (HNWI, patrimonio compreso tra il milione e i 50 milioni di USD) ed *Ultra High Net Worth Individuals* (UHNWI, patrimonio compreso tra i 50 e i 100 milioni di USD);
- Fondi comuni d'investimento;
- Compagnie assicurative;
- Imprese;
- Investitori al dettaglio (ad esempio tramite il *crowdfunding*);

Come si può notare il numero di investitori che partecipano al mercato della finanza ad impatto risulta alquanto rilevante e con una capacità finanziaria incredibilmente elevata, ma la presenza di finanziatori e potenziali finanziati in quest'ambito non basta per garantire un mercato dinamico. Le difficoltà nel sentiero che porta alla concessione

³⁰ UBS AG (2021), *Global Family Office Report 2021*, UBS.

di finanziamenti sono innumerevoli, non ultima la frequente classificazione come attività ad alto rischio degli enti od organizzazioni operanti in ambito sociale e gli elevati costi di transazione che tali soggetti dovrebbero sostenere.

Probabilmente l'asse portante della finanza ad impatto può essere identificato negli intermediari i quali fungono da catalizzatori degli investimenti garantendo supporto sia al lato della domanda che a quello dell'offerta. Essi si distinguono sostanzialmente in due categorie: finanziari ed entità preposte allo sviluppo delle capacità (*capacity-building entities*)³¹. I primi focalizzano la loro attività nel mantenere elevati i flussi di liquidità nel mercato (spesso fungono anche come finanziatori stessi), ridurre i rischi per gli investitori, minimizzare i costi d'informazione e di transazione ed infine di fornire un'infrastruttura adeguata per consentire una buona frequenza negli scambi. Tra questi possiamo identificare ad esempio:

- Istituzioni Finanziarie per lo Sviluppo (DFI's);
- Istituzioni Finanziarie su Larga Scala: *J.P. Morgan* e *Citigroup* ad esempio;
- Banche commerciali e Sociali: come *Triodos Bank* e *Charity Bank*;
- Banche di Credito Cooperativo;
- Intermediari specializzati in Microfinanza, come *Permico*³²;
- Organizzazioni non Governative o Fondazioni: per esempio la *Rockefeller Foundation* o la *Ford Foundation*;

I secondi invece si adoperano per fornire risorse e servizi in grado di spingere il settore verso una crescita sempre più strutturale attraverso, ad esempio, attività di consulenza,

³¹ Mackevičiūtė R. et al. (2020), *Social Impact Investment - Best practices and recommendations for the next generation*, Publication for the Committee on Employment and Social Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, Parlamento Europeo, Lussemburgo.

³² Permico è una società italiana specializzata nell'erogazione di prestiti di piccola entità ad una clientela rappresentata da cittadini italiani e stranieri che vogliono avviare un'attività imprenditoriale e alle famiglie in risposta a bisogni finanziari essenziali legati a casa, salute e formazione.

informazione e assistenza nella comprensione e risoluzione dei bisogni delle singole attività.

Qualche esempio può essere costituito da:

- Reti di investitori: ne è un esempio lampante il *Global Impact Investing Network* (GIIN), come anche l'*Aspen Network of Development Entrepreneurs* (ANDE);
- Organizzazioni di Rating e Certificazione: come B-Lab e GIIRS che controllano e valutano le performance socio-ambientali di vari fondi e società attraverso standard molto rigorosi;
- Consulenti Patrimoniali: i quali possono risultare determinanti, con la loro attività informativa, nel progressivo avvicinamento di HNWI, UHNWI e dei *Family Offices* alla finanza ad impatto.
- Acceleratori: aiutano le imprese *impact* ad uno stadio ancora prematuro ponendosi come guide, incubatori e anche fornendo assistenza tecnica. Ne è un esempio *Echoing Green*, società statunitense attiva nel supporto di imprenditori al di sotto dei 90.000 dollari con programmi biennali per il lancio delle loro organizzazioni;

II. GLI STRUMENTI E LA MISURAZIONE

L'*Impact Investing* costituisce un approccio d'investimento molto variegato per il numero di attori potenziali, per i settori d'investimento, per regioni geografiche e per rendimenti finanziari attesi, di conseguenza si può registrare un'ampia gamma di strumenti finanziari differenti che spaziano dai tradizionali strumenti azionari o di debito e altri più complessi ed innovativi.

Secondo la task-force italiana del progetto lanciato dal G8 dedicato all'*Impact Investing*, gli strumenti finanziari utilizzati all'interno di questo mercato possono essere classificati in tre grandi segmenti³³:

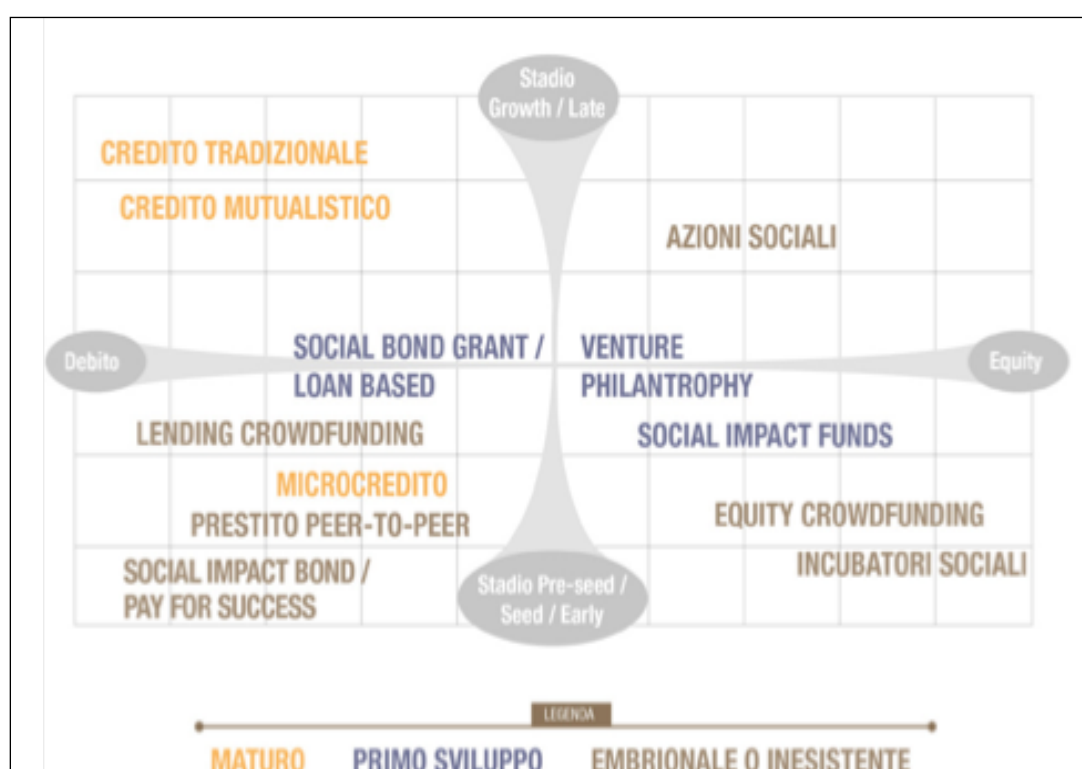
- Tradizionale: caratterizzato da strumenti maturi, offerti da intermediari dall'operatività consolidata, operanti secondo criteri ben definiti, producendo risultati economici (come il credito tradizionale);
- Strumenti in fase di sviluppo: offerti da una quantità ridotta d'intermediari, per i quali non sono ancora state definite metriche di valutazione uniformi;
- Strumenti in fase di sviluppo embrionale o addirittura inesistente: dove vi operano intermediari neo costituiti o comunque di recente costituzione con quantità talmente piccole da essere spesso considerate irrilevanti nelle ricerche di mercato;

Oltre a questo tipo di classificazione, è possibile distinguere i diversi strumenti anche per i rendimenti attesi (da nessuno a maggiore, inferiore, uguale a quelli di mercato, in questo caso è importante la scelta del benchmark di riferimento), per la tipologia di impresa target sia per dimensione (piccole, medie, grandi) che per stadio di vita (nascita, sviluppo, maturità, declino, tendenzialmente i rendimenti ricercati sono maggiori quando l'impresa è più giovane), per natura giuridica (Società per Azioni,

³³ Melandri G., Calderini M., La Torre M. (2014), *La Finanza che Include: Gli Investimenti ad Impatto Sociale Per Una Nuova Economia*, Rapporto Italiano Della Social Impact Investment Task Force Istituita In Ambito G8.

Società a Responsabilità Limitata, Cooperativa...) per tipologia d'investimento (diretto o tramite intermediari) oppure anche per il cosiddetto rischio di *crowding out*, ovvero: “il rischio di provocare un'allontanamento delle motivazioni intrinseche, dovuto ad un intervento esterno, che spingono a portare avanti un'attività in quanto, a causa della presenza di autodeterminazione e di stima verso se stessi, si ha la percezione essere controllati”³⁴.

Figura 8: I principali strumenti dell'Impact Investing



Fonte: Fondazione Sodalitas, 2014

In questo elaborato per l'identificazione degli strumenti applicati nella finanza ad impatto verranno proposti tre grandi insiemi: gli strumenti azionari, gli strumenti di debito ed infine gli strumenti ibridi.

³⁴ Frey B. S. (1997), *Not Just for the Money: An Economic Theory of Personal Motivation*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.

2.1 Strumenti Azionari

Generalmente gli investimenti basati su strumenti azionari vengono dedicati ad enti ed organizzazioni in una fase prematura della loro vita e quindi più rischiose per l'investitore, il quale sarà più propenso a richiedere maggiore influenza nelle decisioni aziendali sia dal punto di vista della strategia d'impresa che dalla scelta del management e il modo migliore per poter ottenere questo è sicuramente attraverso il ricorso al capitale di rischio.

Prima di iniziare ad entrare nel dettaglio dei singoli strumenti è necessario fare una precisazione, infatti per alcuni di questi, come gli incubatori sociali ed i *social impact funds*, sarebbe più corretto identificarli come tipologie di investitori piuttosto di strumenti d'investimento. Verranno comunque inseriti all'interno di questo capitolo in quanto essi basano la loro attività sull'erogazione di capitale di rischio ovviamente con diverse strategie e tipologie di supporto.

2.1.1 Fondi d'Investimento

Affinché un fondo d'investimento possa essere classificato come “*social impact fund*” devono sussistere due condizioni³⁵:

- I. Generare un impatto sociale ed ambientale misurabile, con metodologie di misurazione coerenti e trasparenti;
- II. Ottenere rendimenti finanziari addizionali rispetto all'impatto socio-ambientale, indipendentemente dal fatto che questi siano la priorità ovvero un'obiettivo secondario;

Tali condizioni fanno sì che la raccolta di capitali tra tutti i soggetti partecipanti al fondo debba essere destinata in imprese generanti impatto sociale. Tale destinazione può avere una duplice forma: diretta, perciò l'investimento direttamente effettuato nel

³⁵ Clark C., Emerson J. e Thornley B. (2012), *A market emerges: The six dynamics of impact investing*, PCV Insight, CASE at Duke, ImpactAssets.

capitale dell'impresa o delle imprese target oppure indiretta, nella quale il fondo fornisce capitale in altri fondi o titoli che direttamente impiegano queste risorse nelle imprese sopra citate. Oltre a ciò è fondamentale per questo tipo di organizzazioni la predisposizione di report d'impatto dettagliati che forniscano informazioni riguardanti la misurazione dell'impatto e i parametri finanziari (rischio, rendimento e liquidità).

Gli approcci che i fondi d'investimento ad impatto possono perseguire si possono riassumere sostanzialmente in due grandi famiglie³⁶: il cosiddetto approccio *top-down* nel quale è centrale la capacità dei manager dei fondi nell'intercetto e nello studio della crescente domanda per gli investimenti ad impatto per valutare la fattibilità di possibili operazioni determinando così, qualora le valutazioni avessero esito positivo, una revisione delle strategie d'investimento del fondo, orientandole verso la creazione d'impatto socio-ambientale che accompagnerà la ricerca del rendimento finanziario e l'approccio *bottom-up* che si basa su iniziativa di quelle istituzioni che per prime rispondono direttamente ai bisogni sociali della popolazione (DFI's, organizzazioni filantropiche...) le quali, per far fronte alla necessità di raccogliere ingenti risorse, promuovono la creazione di veicoli attraverso i quali attirare capitali da investire direttamente o indirettamente in progetti sociali e/o ambientali.

Oltre al precedente si può identificare un ulteriore metodo per distinguere i vari *social impact funds* caratterizzato dalla tripartizione in:

- Commerciali: fondi creati per combinare le esigenze di natura sociale e finanziaria di HNWI o di investitori istituzionali. Sono caratterizzati da un'equa distribuzione del rischio tra gli investitori e ricercano rendimenti allineati a quelli di mercato;
- Non Commerciali: generalmente promossi e posseduti da istituzioni pronte a sacrificare il rendimento finanziario per dare maggiore priorità all'impatto sociale dei loro investimenti (i già citati investitori "*impact-first*");

³⁶ Chiappini H. (2017), *Social Impact Funds: Definition, Assessment and Performance*, Palgrave Macmillan, Londra, pp. 51-62.

- Quasi-Commerciali: fondi di investimento ad impatto strutturati in modo tale da prevedere una prima emissione più rischiosa (capitale *first-loss*) rivolta esclusivamente ad enti pubblici e le successive ad enti privati.

L'investimento in capitale di rischio può assumere forme diverse, spesso infatti gli investimenti in *equity* vengono effettuati nella forma di *Private Equity*, quindi dell'ingresso nel capitale di un'azienda non quotata dotata di buoni margini di crescita dimensionale, tecnologica, di sviluppo di beni e servizi tali da poter acquisire quote di mercato ed il cui rischio viene compensato dall'elevato rendimento ricercato. Questo può essere ottenuto, una volta raggiunti determinati obiettivi, attraverso l'alienazione delle quote di capitale in proprio possesso o la quotazione dell'impresa sul mercato. Altra forma simile che viene spesso utilizzata da questo genere di fondi è il cosiddetto *Venture Capital* il qual, come il *Private Equity*, ricerca elevati rendimenti con l'alienazione delle quote acquisite ma in questo caso le imprese obiettivo sono tendenzialmente delle *start-up* o comunque delle piccole medie imprese (PMI) ben lontane dalla maturità. Entrambe queste tipologie di investimento azionario, per essere profittevoli, tendenzialmente assumono un orizzonte temporale quantomeno superiore al quinquennio.

Alcuni esempi in questo campo sono ad esempio *OPES-LCEF Impact Fund*³⁷, un veicolo italiano costituito nel 2013 che investe capitale di rischio paziente (lungo termine) in imprese sociali “*early stage*” (le singole iniezioni di capitale si aggirano tra i 50 e i 500mila Euro), in grado di proporre soluzioni a problemi sociali di alta complessità, preferibilmente in paesi in via di sviluppo ed economie emergenti. Gran parte del loro portafoglio investimenti è localizzato in Africa orientale e in India per la risoluzione di problemi come la potabilizzazione dell'acqua o l'elettrificazione delle zone rurali.

³⁷ <http://www.opesfund.eu/?lang=it>

Altro esempio molto rilevante è *Big Society Capital*³⁸, fondo costituito dall'allora governo britannico presieduto da David Cameron, esecutivo molto attento al tema dell'*Impact Investing*, per promuovere l'innovazione sociale e nuove forme di sostegno al Terzo Settore attraverso investimenti mirati verso le imprese sociali, le istituzioni benefiche e di volontariato spesso in difficoltà nella raccolta di risorse finanziarie. La loro attività di costruzione di un ambiente favorevole alla proliferazione di investimenti ad impatto segue sostanzialmente tre direttrici di fondo:

- I. Trovare dei partner in modo tale da fungere da catalizzatori nella raccolta di capitali, sovvenzioni e competenze;
- II. Sviluppare idee in fase iniziale da perseguire lungo tutto il corso dell'investimento;
- III. Sviluppare nuove sorgenti di capitale per incoraggiare la replicazione di questi investimenti ed influenzare il legislatore a sostenere questo tipo di attività;

Attualmente *Big Society Capital* detiene in portafoglio attività per oltre 700 milioni di Sterline e ha contribuito alla sottoscrizione di capitali da parte di investitori esterni di ben 1,5 miliardi di Sterline.

2.1.2 Venture Philantropy

La *Venture Philantropy* viene identificata come una strategia d'investimento mirata al rafforzamento di organizzazioni orientate a fini sociali (fondazioni, imprese sociali, organizzazioni non-profit...) attraverso la fornitura di supporto finanziario e non finanziario in modo tale da aumentare l'impatto sociale derivante dall'attività aziendale³⁹.

Questa tipologia d'investimento è caratterizzata da un orizzonte temporale ampio, simile a quello che si vede nel *private equity*, ma con delle sostanziali differenze:

³⁸ <https://bigsocietycapital.com>

³⁹ Metz Cummings A. e Hehenberger L. (2011), *A Guide to Venture Philantropy: for Venture Capital and Private Equity Investors*, European venture Philanthropy Association.

- Rendimento atteso: gli investimenti sono valutati in primis sulla base dell'impatto sociale e solo successivamente in termini economico-finanziari (può accadere infatti che siano contemplati rendimenti inferiori a quelli di mercato e addirittura nessun rendimento);
- Selezione delle attività da finanziare: le organizzazioni obiettivo sono spesso meno preparate e sviluppate rispetto a quelle in cui i *Venture Capital* investono normalmente;
- Rischio: il rischio finanziario è frequentemente maggiore rispetto ai fondi di *Private Equity* e *Venture Capital*;
- Governance: rapporto con la controparte fondato maggiormente sul rispetto e la fiducia reciproca piuttosto che su clausole contrattuali;
- Flessibilità: data la grande specificità delle organizzazioni da finanziare, gli strumenti utilizzati dalla *Venture Philantropy* sono molto differenti tra di loro (capitale di rischio, debito, strumenti ibridi, *grants*...) e vengono utilizzati in modo tale da risultare quasi “su misura” in base al profilo di rischio-rendimento-impatto dell'ente (*tailored financing*);
- Supporto non finanziario: vengono forniti anche servizi a valore aggiunto come la pianificazione strategica, il marketing, le risorse umane e l'accesso a determinati reti che facilitino il reperimento di eventuali nuove risorse finanziarie;
- Strategia d'uscita: variabile in base alla specificità dell'investimento ma comunque connessa maggiormente alla resilienza finanziaria ed operativa piuttosto che al mero rendimento finanziario.

Tipicamente il processo di investimento della *Venture Philantropy* si articola in sei fasi:

- I. Fase preparatoria: definizione della strategia di investimento in termini di: obiettivi, modalità di intervento, tipologia di aziende, strumenti finanziari da utilizzare, tipologia di supporto, politica di co-investimento;
- II. Scansione: si analizzano molte imprese prima di determinare in quale investire accettando richieste dalle aziende (*open call*) oppure comportandosi da veri e propri incubatori, effettuando proposte ad imprese ritenute interessanti;
- III. Due diligence: analisi del *business plan* degli enti orientati al sociale, le interviste e la valutazione del management e della documentazione aziendale;
- IV. Proposta: presentazione della proposta d'investimento, definendo sia il supporto finanziario che quello non finanziario;
- V. Management: impostazione ed implementazione del supporto non finanziario;
- VI. Uscita: definizione della strategia di uscita predefinita che può avvenire: perché una delle parti ha raggiunto il proprio obiettivo stabilito nella fase della proposta o perché è arrivata la scadenza predefinita.

Un'esempio di successo in questo campo può essere considerato sicuramente Impetus Trust-PEF⁴⁰, un *Venture Philantropy* britannico nato nel 2013 dalla fusione tra Impetus Trust e The Private Equity Foundation, focalizzato nella raccolta erogazione di risorse dirette verso l'istruzione di ragazzi provenienti da famiglie povere e l'aiuto a trovare un'occupazione una volta terminato il percorso scolastico. Ad oggi sono stati in grado di investire più di 150 milioni di Sterline in questo tipo di attività, anche attraverso il reperimento di risorse da altri investitori.

In questo contesto infatti è fondamentale creare delle reti di investitori in grado di catalizzare maggiori risorse, coinvolgendo anche entità di maggiori dimensioni. Impetus ed altre organizzazioni simili hanno sancito delle collaborazioni con fondi come CVC, un fondo di Private Equity che ha investito più di 100 miliardi di Dollari,

⁴⁰ <https://www.impetus.org.uk>

per poter contare sul supporto di società con elevate risorse ed esperienza in questo tipo di forme d'investimento.

2.2 Strumenti di debito

Questa tipologia di strumenti è principalmente dedicata a soggetti più sviluppati sia in termini dimensionali che in quelli di esperienza nell'erogazione di beni e servizi ad impatto socio-ambientale e quindi in grado di mantenere un livello di flussi di cassa meno volatili.

2.2.1 Il Credito Tradizionale ed il Credito Mutualistico

Si tratta di strumenti di debito maturi generalmente erogati per supportare il fabbisogno finanziario di individui od organizzazioni operanti in ambito sociale.

Il Credito Tradizionale è lo strumento tipico delle istituzioni finanziarie tradizionali (come gli istituti bancari) il quale può andare incontro sia ad esigenze finanziarie di breve che a quelle di lungo termine. Spesso questo tipo di soluzione può prevedere condizioni di favore per il debitore riguardo la restituzione del capitale, l'ammontare e le scadenze per il pagamento degli interessi, la durata del prestito e altre caratteristiche contrattuali.

Esempi virtuosi di questo strumento si possono trovare in Italia con l'erogazione di risorse da parte di Banca Prossima e UBI Banca (oggi entrambe rientranti all'interno del perimetro del gruppo Intesa SanPaolo). La prima ad esempio è stata tra i principali finanziatori, con ben 6,6 milioni di Euro, del consorzio senza fini di lucro Pan⁴¹ che si propone di creare nuovi asili nido e strutture per l'infanzia sul territorio nazionale, garantendo servizi con un livello di qualità controllato e garantito. Grazie al supporto di questo istituto bancario Pan è riuscito ad affiliare e supportare più di 400 asili. UBI banca invece si è concentrata molto verso persone fisiche affinché contribuiscano, con le risorse concesse, a capitalizzare la cooperativa presso cui prestano o presteranno la

⁴¹ <https://www.consorziopan.it>

propria attività come soci, arrivando ad oltre 3.000 prestiti erogati per un importo complessivo superiore ai sei milioni di Euro.

Il Credito Mutualistico consiste in prestiti erogati dai fondi di prestito mutualistici alimentati sia dal versamento del 3% degli utili annui delle cooperative associate, sia dalla raccolta di risparmio attraverso il prestito soci e altri finanziamenti da enti finanziari *non-profit*, che utilizzano le disponibilità raccolte per finanziare le esigenze di sviluppo delle cooperative sociali associate. Sempre in Italia si possono trovare dei casi interessanti, con progetti frequentemente sostenuti dalle Banche di Credito Cooperativo. BCC-Buona Impresa⁴², ad esempio, è un progetto, nato nel 2012, del Credito Cooperativo italiano dedicato a giovani under-35 che avviano o sviluppano la propria attività imprenditoriale, anche in forma cooperativa o non profit non solo attraverso finanziamenti agevolati (massimo € 100.000 a tasso variabile parametro all'Euribor a sei mesi e uno spread tra il 3,5% e il 5% con scadenza massima di cinque anni) ma anche con servizi di tutoraggio e di consulenza attraverso alleanze e accordi con le associazioni imprenditoriali presenti sul territorio e specializzate nei servizi alle imprese. Solo ad un anno dal lancio le attività finanziate superavano le 2.500 unità per un complessivo di circa 64 milioni di Euro.

2.2.1 I Titoli di Solidarietà ed i Mini Bond

Tutti questi titoli hanno in comune l'appartenenza all'insieme dei titoli obbligazionari non convertibili, con la presenza o meno di pagamenti cedolari intermedi.

I titoli di solidarietà sono delle obbligazioni emesse da istituzioni autorizzate e destinati al finanziamento di organizzazioni *non-profit* di utilità sociale. Vennero introdotti per la prima volta con il D.Lgs. 460/1997 e successivamente inglobati dal D.Lgs. 117/2017, il cosiddetto “Codice del Terzo Settore”. Questi titoli possono prendere la forma di prestiti obbligazionari, non subordinati e non convertibili, di durata non inferiore ai 36 mesi, oppure la forma di certificati di deposito di durata non

⁴² <http://www.metauro.bcc.it/imprese/finanziamenti/buona-impresa/>

inferiore ai 12 mesi. Per incentivarne l'utilizzo, il legislatore ha previsto per l'istituto erogatore un credito d'imposta pari al 50% delle erogazioni liberali effettuate a favore di Enti di Terzo Settore non commerciali.

I Mini Bond sono dei titoli obbligazionari emessi da imprese non quotate in modo tale da diversificare le loro fonti di finanziamento e non essere eccessivamente dipendenti dal credito bancario. Possono essere emessi da società di capitali, da società cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro-imprese (meno di 10 occupati e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di Euro⁴³). In Italia questo tipo di obbligazioni hanno una scadenza superiore ai 36 mesi e possono essere emesse per un importo superiore al doppio del patrimonio netto e godono di un trattamento fiscale agevolato (deducibilità degli interessi e dei costi di emissione, garanzia parziale, tramite il "Fondo di Garanzia", per i sottoscrittori del prestito sull'investimento effettuato)⁴⁴. Borsa Italiana nel 2019 ha dedicato l'ExtraMOT PRO, un segmento dell'Extra MOT presente dal 2013, alla quotazione dei Mini Bond facilitandone la visibilità e l'accesso ai capitali. Ovviamente la quotazione di questi titoli non è esente costi per l'emittente infatti l'accesso all'ExtraMOT PRO prevede una commissione di 2.500 Euro per ciascuno strumento, la pubblicazione degli ultimi due bilanci (di cui l'ultimo sottoposto a revisione contabile) e di un prospetto contenente le persone responsabili, i fattori di rischio e la struttura organizzativa. Solo nel 2019 sono stati emessi Mini Bond da 183 imprese italiane (+26% rispetto all'anno precedente), mentre il totale della raccolta, tra il 2012 ed il 2019, ha raggiunto i 5,5 miliardi di Euro.

2.2.2 I Green Bonds

Le "Obbligazioni Verdi", o *Green Bonds*, sono obbligazioni la cui emissione è legata a

⁴³ Raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361/CE.

⁴⁴ Osservatorio Minibond (2020), *2020 Italian Minibond Industry Report*, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, Politecnico di Milano, Milano.

progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente. L'*International Capital Market Association* (ICMA) nel 2014 ha definito delle linee guida (*Green Bond Principles*)⁴⁵, da assumere su base volontaria, che possono essere utilizzate nell'implementazione di un'emissione di queste obbligazioni:

- I. Impiego dei proventi: energie rinnovabili, efficienza energetica, prevenzione e controllo dell'inquinamento, sostenibilità dello sfruttamento delle risorse naturali e del territorio, biodiversità, trasporti ad impatto zero, gestione sostenibile dell'acqua, contrasto al cambiamento climatico, economia circolare ed edilizia sostenibile;
- II. Processo di valutazione e selezione: l'emittente deve comunicare agli investitori gli obiettivi di sostenibilità che si intendono perseguire, l'effettivo processo che si andrà a finanziare e altre informazioni riguardanti i possibili rischi associati al progetto;
- III. Gestione dei proventi: l'emittente dovrà provvedere al tracciamento delle risorse raccolte, in modo tale da permettere agli investitori di verificare l'effettiva destinazione delle risorse in progetti legati alla sostenibilità ambientale;
- IV. Reportistica: l'emittente deve predisporre dei report di sostenibilità, con cadenza quantomeno annuale, nei quali venga certificata l'allocazione dei proventi, la descrizione dei progetti ed il loro impatto atteso.

Gli emittenti principali di questo tipo di strumenti sono stati in primo luogo le istituzioni internazionali come la Banca Mondiale e la Banca Europea per gli Investimenti (BEI), a cui poi si sono aggiunti istituti di credito, aziende, municipalità ed agenzie statali. Secondo uno studio pubblicato da UniCredit nel 2020 sono stati emessi *Green Bonds* per un controvalore di ben 238 miliardi di Dollari⁴⁶, di cui più del

⁴⁵ International Capital Market Association (2014), *Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, ICMA.

⁴⁶ Dax M. e Kreipl J. (2021), *The Green Bond and ESG Chartbook: January 2021*, UniCredit.

50% in Europa e più in particolare in Francia (29 miliardi) e Germania (27 miliardi), con una scadenza che varia dall'anno a più di dieci anni. La Commissione Europea, nell'ottica del Green Deal lanciato nel 2019, ha recentemente pubblicato i suoi standard per le obbligazioni verdi sottolineando la necessità di investire tra i 175 ed i 290 miliardi di Euro addizionali all'anno per raggiungere gli obiettivi del COP26 di Parigi⁴⁷. La stessa Commissione per raccogliere i 750 miliardi di Euro necessari al finanziamento del Next Generation EU effettuerà delle emissioni di obbligazioni tra il 2021 ed il 2026, con scadenza nel 2058, con l'obiettivo di raccoglierne il 30% con l'emissione di *Green Bonds*⁴⁸.

2.2.3 I Social Bonds

Per quanto riguarda le obbligazioni sociali o *Social Bonds*, trattasi di strumenti obbligazionari tradizionali volti alla raccolta da parte di istituti finanziari e bancari di risorse per sostenere finanziariamente, del tutto o in parte, progetti nuovi o esistenti che possano determinare un risultato sociale positivo. Questo tipo di strumento possiede tendenzialmente una scadenza quinquennale per il rimborso del capitale e delle cedole, trimestrali o semestrali a tasso variabile o fisso. Sempre L'ICMA ha stilato delle linee guida da utilizzare, su base volontaria, per la costruzione, l'emissione e la gestione delle obbligazioni sociali⁴⁹:

- Infrastrutture di base (fornitura di acqua potabile, fognature, servizi sanitari, trasporti, energia);
- Accesso ai servizi essenziali (servizio sanitario di base, l'assistenza sanitaria locale, l'istruzione e formazione professionale, servizi bancari e finanziari);

⁴⁷ https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/accounting_and_taxes/documents/190618-sustainable-finance-factsheet_en.pdf

⁴⁸ https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/about_the_european_commission/eu_budget/factsheet_2_green_bonds_14.04.pdf

⁴⁹ International Capital Market Association (2018), *Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds*, ICMA.

- Abitazioni economiche accessibili e *housing* sociale;
- Occupazione anche tramite finanziamenti e micro-finanziamenti alle PMI;
- Sicurezza ed igiene alimentare;
- Progresso e rafforzamento socio-economico;

L'obiettivo di questa tipologia di strumento è la soddisfazione dei bisogni di disoccupati, fasce della popolazione che vivono sotto la soglia di povertà e di categorie particolarmente fragili come gli anziani o i disabili.

Le obbligazioni sociali possono suddividersi in due categorie⁵⁰:

- I. *Social Bond Grant Based*: obbligazioni tradizionali in cui una percentuale del rendimento dell'investitore e della commissione nell'emittente è devoluta a supporto di progetti ad impatto sociale. Questa obbligazione prevede la rinuncia, da parte dell'emittente, di una quota stabilita del suo margine e/o la cessione del sottoscrittore di una parte del rendimento. I sottoscrittori possono ottenere un rendimento di mercato, oppure inferiore. Essi sono consapevoli che una parte della cifra raccolta dalla banca è destinata a titolo gratuito a finanziare un progetto sociale di una specifica realtà. Si tratta di una forma innovativa di donazione piuttosto che di una forma di investimento che produce rendimento finanziario;

- II. *Social Bond Loan Based*: sono obbligazioni che destinano tutto il capitale raccolto al finanziamento di uno specifico progetto che genera un impatto sociale positivo. Esse seguono molto da vicino le linee guida ICMA precedentemente elencate.

In Italia anche per questo strumento i punti di riferimento sono Banca Prossima ed UBI Banca, quest'ultima attraverso il "Social Bond UBI Comunità", lanciato nel 2012, è riuscita a raccogliere risorse per un controvalore pari a € 831.255.000 che hanno

⁵⁰ Bandini F. e Pallara F. (2021), *Impact Investing: Il quadro italiano*, Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali - Yunus Social Business Center (YSBC), p. 114-115.

consentito di erogare a liberalità per € 4.035.015 e stanziare plafond per finanziamenti pari a € 20.552.000⁵¹.

2.2.4 Il Microcredito

Inserito al di sotto del più ampio cappello della Microfinanza, nata per andare incontro alle esigenze finanziarie di soggetti con difficoltà d'accesso al sistema finanziario tradizionale attraverso molteplici strumenti (Micro-assicurazione, Micro-leasing, Microfinanza immobiliare, Canalizzazione rimesse degli immigrati...), il Microcredito è uno strumento di debito concesso a soggetti svantaggiati o in difficoltà economica, mirato al finanziamento di microimprese, alla creazione di impiego, al sostegno socio-assistenziale nonché agli studi di soggetti tipicamente esclusi dal mercato dei servizi finanziari e bancari tradizionali. In Italia il microcredito viene testé definito dall'articolo 111 comma 1 del Testo Unico Bancario (TUB)⁵²: “finanziamenti a persone fisiche o società di persone o società a responsabilità limitata semplificata di cui all'articolo 2463-*bis* codice civile o associazioni o società cooperative, per l'avvio o l'esercizio di attività di lavoro autonomo o di microimpresa, a condizione che i finanziamenti concessi abbiano le seguenti caratteristiche:

- a) siano di ammontare non superiore a € 40.000 e non siano assistiti da garanzie reali;
- b) siano finalizzati all'avvio o allo sviluppo di iniziative imprenditoriali o all'inserimento nel mercato del lavoro;
- c) siano accompagnati dalla prestazione di servizi ausiliari di assistenza e monitoraggio dei soggetti finanziati”.

Questa tipologia di prestiti si possono dividere in tre categorie:

- I. Microcredito Produttivo: ricalca fundamentalmente la definizione identificata dal l'art. 111 del TUB;

⁵¹ <http://www.socialimpactagenda.it/esempi-concreti/social-bond-ubi-comunita/>

⁵² D. Lgs. 1 settembre 1993, n 385, *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Versione aggiornata al D. Lgs. 26 ottobre 2020, n. 147.

- II. Microcredito sociale: finanziamenti di importo massimo di 10mila Euro erogati a condizioni più favorevoli di quelle prevalenti sul mercato, in via non prevalente a favore di persone fisiche in condizioni di particolare vulnerabilità economica o sociale. Tali finanziamenti non devono essere assistiti da garanzie reali e abbiamo lo scopo di consentire l'inclusione sociale e finanziaria del beneficiario. La forma tecnica assunta può essere la più varia ma deve rispettare una durata massima di cinque anni e l'esclusione di alcune tipologie, ovvero i crediti di firma ed i finanziamenti a fronte della cessione del quinto dello stipendio o della pensione;
- III. Microcredito studentesco: finanziamenti finalizzati al pagamento della formazione universitaria o post-universitaria volti ad agevolare l'inserimento nel mercato del lavoro dei beneficiari. La durata massima deve essere coerente con il piano di formazione finanziato e in ogni caso inferiore a dieci anni.

In Europa il mercato del microcredito ha raggiunto nel 2019 un valore pari a 3,7 miliardi di Euro⁵³ con una durata media per i prestiti alle imprese di circa 42 mesi e un tasso d'interesse medio del 13%, mentre per le persone fisiche è più bassa la durata media (33 mesi) e maggiore il tasso d'interesse (16,3%) data la maggiore rischiosità in genere delle persone fisiche rispetto alle persone giuridiche. In Italia nel marzo 2021 si è toccata la quota dei 370 milioni di Euro di finanziamento erogati, con un effetto di leva occupazionale di 2,43⁵⁴.

Come si è potuto notare, i tassi d'interesse applicati a questo tipo di prestiti appaiono particolarmente elevati, seppur variabili in base alla congiuntura macroeconomica, in quanto fissati in maniera tale da assicurare la copertura dei rischi e dei costi gestionali. Questi ultimi nel caso del microcredito risultano essere molto elevati sia a causa degli

⁵³ Pytkowska J. (2020), *Microfinance in Europe: Survey Report 2020 edition*, European Microfinance Network.

⁵⁴ <https://www.microcredito.gov.it/ente/i-numeri-del-microcredito-in-italia.html>

alti costi d'istruttoria delle pratiche che per i costi di supporto e di accompagnamento al cliente.

L'esempio più celebre di successo basato sull'erogazione di microcredito è senza dubbio Grameen Bank, la banca fondata da Muhammad Yunus nel 1983 per fornire inizialmente micro-finanziamenti nelle aree rurali del Bangladesh e successivamente espansasi in 58 paesi, anche nel nord-America ed in Europa. Al 2019 Grameen Bank è stata in grado di erogare, dopo ben trentasei anni di attività, prestiti per oltre 29,5 miliardi di Dollari⁵⁵. Grazie a questa iniziativa, Muhammad Yunus è stato insignito del Premio Nobel per la Pace nel 2006.

2.3 Strumenti Ibridi

2.3.1 Il Crowdfunding

Il *crowdfunding* (dall'inglese *crowd*, folla e *funding*, finanziamento) è una forma innovativa di finanziamento che permette ad un progetto, una causa o un'impresa di raccogliere risorse finanziarie tramite piattaforme web gestite da soggetti autorizzati (in Italia vi è un apposito registro presso la Commissione Nazionale per la Società e la Borsa, la quale funge anche da autorità di vigilanza delle piattaforme di *crowdfunding* che operano in Italia). Queste piattaforme di permettono di rendere pubbliche e condividere informazioni e di raccogliere quote di finanziamento, anche di piccola taglia, sul progetto da finanziare da un ampio numero di soggetti potendo sfruttare anche la capacità divulgativa dei social network. Una caratteristica intrinseca del crowdfunding è la trasparenza, in quanto i cittadini possono scegliere in modo diretto e disintermediato quali progetti sostenere e dove investire il proprio denaro.

Il crowdfunding si declina in diverse forme che possono essere raggruppate in due categorie principali:

⁵⁵ <https://grameenbank.org/data-and-report/historical-data-series-in-usd/>

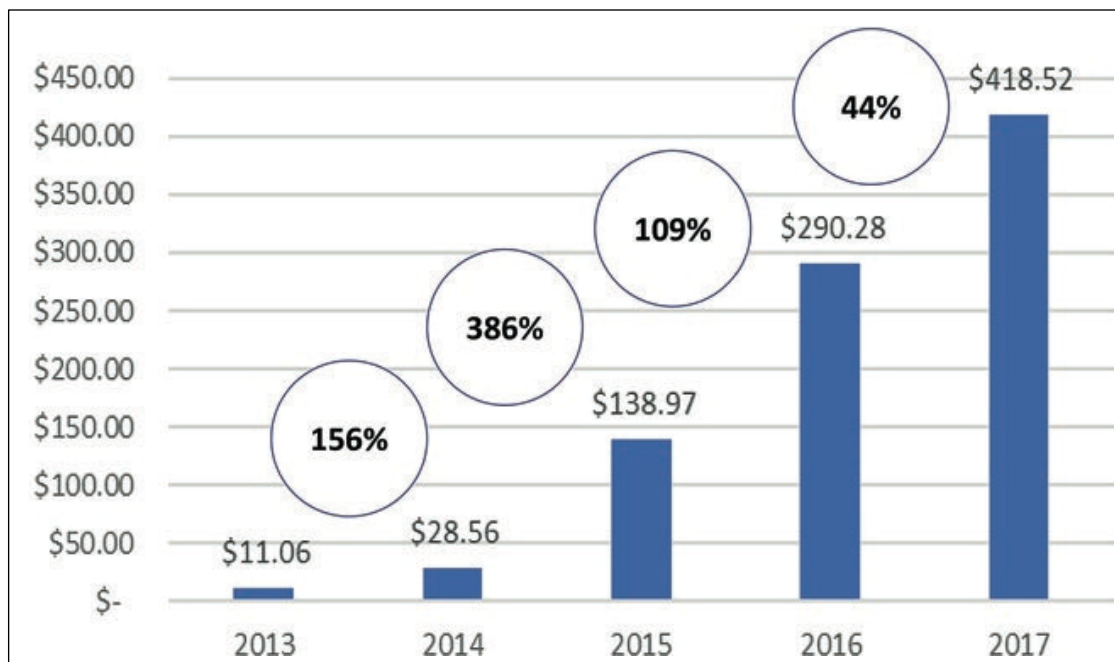
- I. Modelli non finanziari: assenza di ritorno economico a fronte del conferimento di denaro (modello “*donation*”), l’erogazione di piccole ricompense non monetarie (modello “*reward*”) o, in caso di vendita di beni, anche una percentuale di essa (modello “*royalty*”);
- II. Modelli finanziari: presenza, in questo caso, di un ritorno finanziario ottenibile con tre differenti modalità:
- *Lending crowdfunding*: sottoscrizione di un prestito a cui è associato un tasso d’interesse. Tale prestito può assumere la forma del *Peer-to-Peer* (P2P) qualora il prestatore decida di investire direttamente in una persona fisica, del *Peer-to-Business* (P2B) in cui il soggetto ricevente il prestito è un’impresa, spesso una PMI), oppure il “prestito sociale” (*social lending*) ove le piattaforme fungono da intermediari tra debitori e prestatori diffusi i quali non possono scegliere *ex-ante* su che progetti investire;
 - *Equity crowdfunding*: raccolta di risorse da investire in capitale di rischio di imprese con l’obiettivo di avviare o far crescere le iniziative imprenditoriali in modo tale che queste siano in grado generare dividendi o plusvalenze;
 - *Real Estate crowdfunding*: può assumere indifferentemente la forma di prestito o di capitale di rischio per il finanziamento di un progetto immobiliare.

Già alla fine dell’800 possiamo trovare degli esempi di *crowdfunding*, il più celebre probabilmente è costituito dalla raccolta fondi lanciata da Joseph Pulitzer per sostenere il progetto di costruzione della Statua della Libertà nell’isola di Liberty Island presso la città di New York, il cui municipio risultava in grande difficoltà finanziaria, in cambio della pubblicazione sul suo giornale, *The New York World*, dei nomi di tutti

coloro che avrebbero contribuito. Alla fine si registrarono più di 160 mila donatori per un ammontare complessivo superiore ai \$100.000⁵⁶.

La vera esplosione del fenomeno *crowdfunding* è avvenuta dopo il 2010 ed in particolare tra il 2013 e il 2017 quando le risorse raccolte sono passate da \$11,06 miliardi all'esorbitante cifra di \$418,52 miliardi, di cui più di 243 sotto forma di P2P e più di 102 invece come P2B. A trainare quest'espansione vertiginosa è stata senza dubbio alcuno la Cina con i suoi \$358,275 miliardi, mentre Stati Uniti e Canada si fermano "solamente" a \$43,641 miliardi⁵⁷.

Figura 9: Volumi globali del *crowdfunding* 2013-2017, dati in miliardi di \$

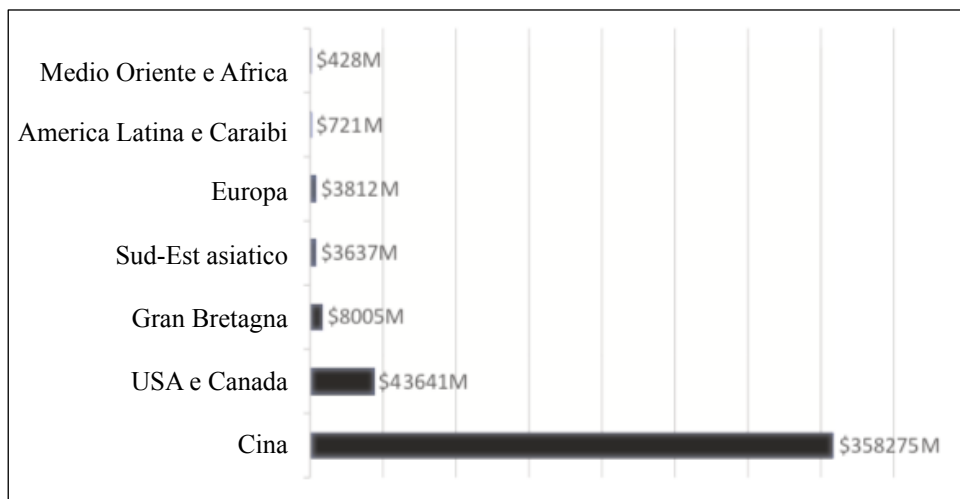


Fonte: Ziegler, Shneor e Zheng Zhang, 2020

Figura 10: Volumi globali per regione del *crowdfunding* 2013-2017, dati in milioni di \$

⁵⁶ Kallio A. e Vuola L. (2020), "History of Crowdfunding in the Context of Ever-Changing Modern Financial Markets", in Shneor R., Zhao L. e Flåten B., *Advances in Crowdfunding Research and Practice*, Palgrave Macmillan, Londra.

⁵⁷ Ziegler T., Shneor R. e Zheng Zang B. (2020), "The Global Status of the Crowdfunding Industry", in Shneor R., Zhao L. e Flåten B., *Advances in Crowdfunding Research and Practice*, Palgrave Macmillan, Londra.



Fonte: Ziegler, Shneor e Zheng Zhang, 2020

2.3.2 I Social Impact Bond

Come già affrontato nell'Introduzione di questo elaborato l'espansione del gap di finanziamento dei beni e servizi rientranti nel perimetro dello stato sociale, seguita di pari passo dall'aggravamento dei bilanci pubblici a seguito della pandemia mondiale, fanno sì che diventino sempre più necessarie implementazioni di partnership pubblico-private con lo scopo di sopperire alle difficoltà di reperimento delle risorse pubbliche. Il superamento dell'approccio paternalistico caratteristico della maggior parte dei sistemi di welfare, in particolare quelli dell'Europa continentale, però necessita che i partenariati tra pubbliche amministrazioni e soggetti privati siano concentrati da una parte alla creazione di un valore misto misurabile che contempli sia il lato economico ma dall'altra anche di lato sociale. La misurabilità diventa quindi un concetto cardine per ibridare un modello storicamente incentrato sul finanziamento pubblico, che spesso si è rivelato come un freno all'innovazione sociale generando alcune barriere⁵⁸ difficili da superare come:

- La scarsa attenzione ai risultati e alle performance di questo genere di spesa pubblica che porta inevitabilmente al proseguimento di programmi inefficaci;

⁵⁸ Liebman J. B. (2011), *Social Impact Bonds: A promising new financing model to accelerate social innovation and improve government performance*, Center for American Progress.

- La lentezza, ove vengano attuate delle misurazioni di performance, nelle verifiche teoriche riguardanti l'innovazione sociale;
- La scarsa propensione al rischio delle pubbliche amministrazioni che penalizza altamente tutti quei progetti che hanno la necessità di un pre-finanziamento per poter partire;
- La difficoltà di finanziamento di progetti preventivi, che spesso sono costretti a limitare la loro portata o addirittura ad essere accantonati;

Tali considerazioni che sono state applicate alle economie più sviluppate e con sistemi di welfare e protezione sociali sono ancora più evidenti nei territori più fragili, caratterizzati da livelli di povertà elevati e spesso dall'assenza o comunque di una presenza molto tenue per mancanza di risorse, infrastrutture fisiche, mezzi e capitale umano. La persistenza e l'enormità dei problemi sociali che contraddistinguono determinate aree geografiche necessitano di approcci innovativi capaci di dare una risposta alle debolezze dell'applicazione dei sistemi tradizionali di protezione sociale.

La risposta più originale e potenzialmente dirompente fornita dal mercato della finanza ad impatto è costituita da strumenti basati sulla performance (*performance based*) attraverso i quali l'impresa erogatrice di prestazioni per la comunità viene remunerata non solo in base agli input produttivi, ma anche dagli output raggiunti i quali devono essere concordati *ex-ante* con la pubblica amministrazione. Il partenariato pubblico-privato sfocerebbe quindi in un rapporto di pagamento in base al risultato (*payment-by-result*) fondato su due fattori: la misurazione dell'impatto che genera un "dividendo sociale" e il risparmio di spesa pubblica futura generato da tale dividendo⁵⁹.

All'interno di questo perimetro si inseriscono i cosiddetti *Social Impact Bonds*, probabilmente gli strumenti più importanti all'interno del modello *payment-by-result* o *pay-for-success*.

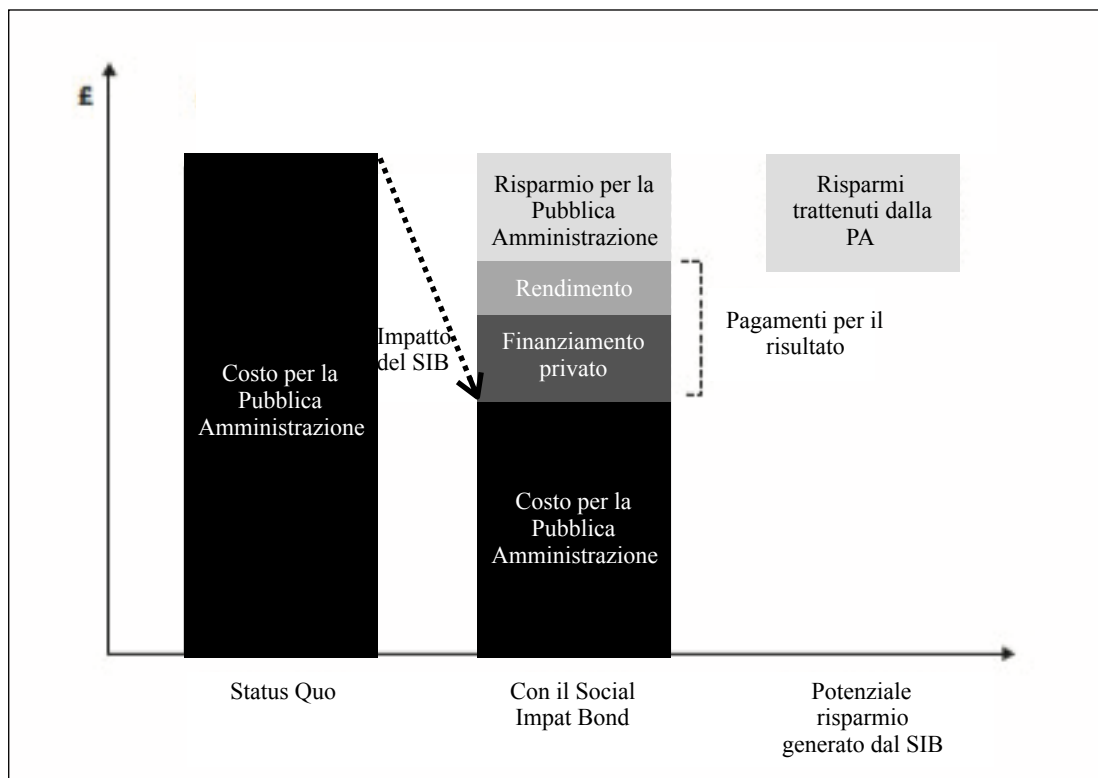
⁵⁹ Del Giudice A. (2015), *I Social Impact Bond*, pp. 43-45, Franco Angeli, Milano.

Per essere più specifici vi è una sostanziale differenza di fondo tra i *Social Impact Bonds* ed i *payment-by-result*, quest'ultimi infatti si basano sul tradizionale rapporto che si instaura tra un privato ed un'amministrazione pubblica ovvero il modello binario del principale-agente il quale spesso soffre di comportamenti opportunistici a causa di asimmetrie informative tra le parti. Questo accade per esempio quando una pubblica amministrazione (principale) è incapace per motivi economici o tecnici di monitorare o vincolare l'attività dell'agente.

Il *Social Impact Bond* (SIB), o *Social Benefit Bond* (SBB) come chiamato in Australia, è un meccanismo di finanziamento dove il rendimento per l'investitore è determinato dagli impatti positivi generati da una certa attività sociale, è uno strumento finanziario sofisticato nato con lo scopo di promuovere l'innovazione sociale e renderla maggiormente scalabile. Il fulcro di questo strumento è rappresentato dall'andamento di un'attività nell'ambito dell'innovazione sociale: l'investitore non scommette più sull'andamento aleatorio di un certo valore (azione, valuta...), ma sulla capacità di una attività di generare valore sociale ed economico. Attraverso questo modello, il capitale privato è raccolto per coprire i costi iniziali di programmi ad alto impatto sociale ed il rimborso per gli investitori privati si verifica solo se il programma raggiunge predeterminati risultati di performance. Si crea così un valore reale, non finanziario, un impatto positivo certo per la comunità di riferimento, per i beneficiari del servizio sociale che viene erogato, per tutte le parti in essere⁶⁰. Il rendimento del SIB è infatti variabile come il prezzo di un'azione, che cambia in base alla *performance* conseguita dall'impresa. In questo caso la remunerazione è legata ai risultati dell'attività finanziata in termini di valore creato per la società.

Figura 10: Rappresentazione teorica del risparmio per la Pubblica Amministrazione

⁶⁰ Schininà C. (2016), "Finanza, Innovazione e Sostenibilità: il modello di BNL Gruppo BNP Paribas", in Caroli M. G., *L'innovazione delle Imprese Leader per Creare Valore Sociale*, p. 211, Franco Angeli, Milano.



Fonte: Pasi, 2015

La differenza fondamentale con i *pay-for-success* consiste quindi nella garanzia d'approvvigionamento di risorse finanziarie da parte di investitori privati socialmente orientati e quindi portatori di un interesse misto. I soggetti partecipanti ad un SIB sono almeno tre: l'azienda erogatrice del bene o del servizio socialmente impattante, la pubblica amministrazione che remunererà l'investimento attraverso i risparmi di spesa e l'investitore terzo.

Essendo strumenti finanziari sofisticati, è implicita anche la difficoltà di prevederne il successo oppure l'insuccesso a causa della complessità delle fattispecie che possono assumere le relazioni tra gli attori potenzialmente partecipanti al progetto. Con questo tipo di contratti alla variabile del rischio finanziario si aggiunge la variabile "fiducia" tra i partecipanti al gioco. Quest'ultima variabile fa sì che il numero di partecipanti ad un *Social Impact Bond* si allarghi a cinque:

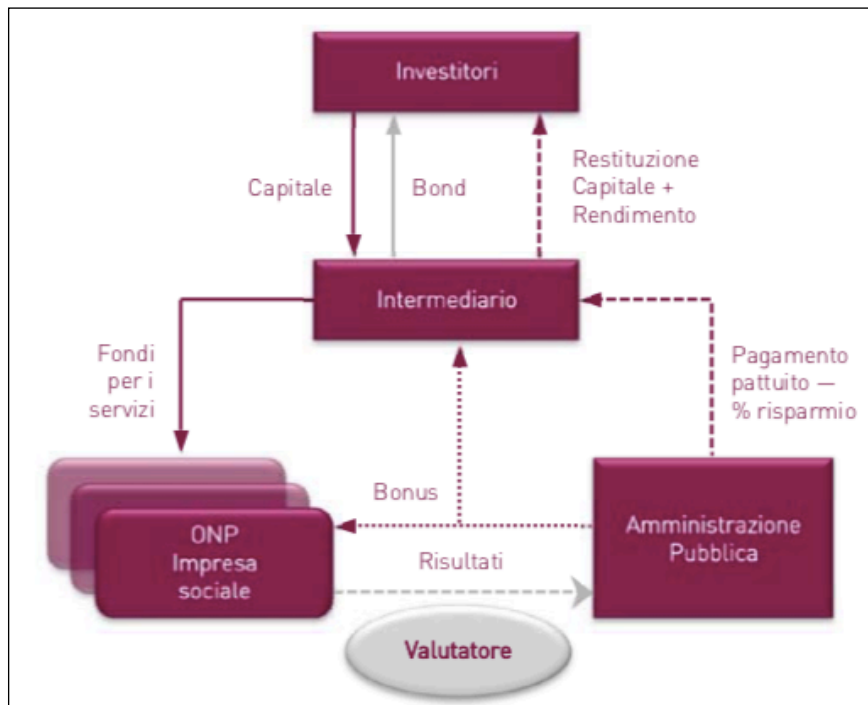
1. una Pubblica Amministrazione, nazionale o territoriale, che sia disposta a stipulare un contratto che la impegni a remunerare l'investimento parametrando la remunerazione al raggiungimento di determinati risultati e comunque fino ad un'importo massimo prefissato, dopo aver ricevuto evidenza della risoluzione o della prevenzione di un problema sociale;
2. dei fornitori del servizio, vedi Capitolo 1.2.1, che siano in grado di dimostrare un progetto credibile per affrontare le situazioni di problematica sociale;
3. degli investitori sociali, vedi Capitolo 1.2.2, disposti a sopportare il rischio finanziario dell'investimento e di quello di non essere nemmeno remunerati qualora i risultati sanciti in fare contrattuale non vengano raggiunti;
4. un intermediario specializzato che, trattenendo una quota dell'investimento complessivo, fungerà da tramite tra l'investitore e l'operatore sociale assieme alla pubblica amministrazione, vedi Capitolo 1.2.2, il quale raccoglierà le risorse dall'investitore, distribuirà tali risorse al fornitore del servizio ad impatto sociale, pattuisce con la PA la remunerazione in caso di successo promuovendo l'innovazione sociale e monitorerà l'andamento delle attività alla base del SIB;
5. un valutatore indipendente (*Independent Assessor*) che misurerà la performance e verificherà il raggiungimento o meno dell'obiettivo⁶¹, garantendo trasparenza, terzietà e professionalità.

Una particolare tipologia di SIB sono i cosiddetti *Development Impact Bond* (DIB) i quali vengono implementati in quei paesi a basso o medio reddito, in cui si assiste alla sostituzione, all'interno dello schema, della pubblica amministrazione, troppo debole per sostenere finanziariamente questo tipo di progetti, con una fondazione privata

⁶¹ Burand D. (2013), "Globalizing Social Finance: How Social Impact Bonds and Social Impact Performance Guarantees can Scale Development.", in *New York University Journal of Law & Business*, Volume 9 Issue 2, pp. 447-502, New York University.

oppure un'organizzazione filantropica che garantirà la remunerazione dell'investitore socialmente orientato⁶².

Figura 11: Struttura di un *Social Impact Bond*



Fonte: Fondazione Cariplo, 2013

Il *Social Impact Bond* è uno strumento ad alto potenziale in quanto rende finanziabili progetti altrimenti scartati per mancanza di risorse o per avversione al rischio delle pubbliche amministrazioni attraverso il trasferimento del rischio finanziario ad un investitore, in questo modo l'operatore sociale e la PA possono godere di maggiore libertà nell'adottare programmi innovativi nella risoluzione di problematiche sociali.

⁶² Gustafsson-Wright E., Gardiner S. e Putcha V. (2015), *The Potential and Limitations of Impact Bonds: Lessons From the First Five Years of Experience Worldwide*, Global Economy and Development Program – Brookings.

Per poter comprendere meglio il funzionamento dei SIB è opportuno comprendere quali sono i *payoff* dei partecipanti ad esso e per semplicità utilizzeremo un modello principale-agente ad investimento fisso⁶³.

Per finanziare un progetto per un ammontare pari ad I , l'imprenditore sprovvisto di quest'ammontare di risorse dovrà chiedere a prestito $I - A$, con $A < I$, dove A è la quota che l'imprenditore riesce ad investire. $I - A$ sarà quindi l'ammontare che l'investitore provvederà a mettere a disposizione dell'investimento il quale, per semplicità, produrrà un reddito certo pari R , il quale verrà ripartito per $R_l = (1 + i)(I - A)$ all'investitore e per R_b all'imprenditore. I comportamenti che l'imprenditore può ottemperare possono essere identificati in due fattispecie: il primo consiste nella diligenza e nell'impegno nel portare avanti il progetto (a cui viene assegnata una probabilità p_h), mentre qualora volesse estrarre benefici privati pari a $B > 0$ la probabilità di successo diventerebbe p_l . Il valore $\Delta p = p_h - p_l$ diventa quindi una misura del potenziale rischio di azzardo morale.

Il *payoff* dell'investitore sarà quindi dato da $p_h * R_l = I - A$ o $R_l = (1 + i) * (I - A)$, quindi $1 + i = 1/p_h$ nel caso in cui l'investimento abbia successo e zero altrimenti.

In caso di deviazione dal comportamento corretto da parte dell'imprenditore si otterrebbe un Valore Attuale Netto (VAN) negativo pari a $p_l * R - I + B < 0$.

Il vincolo quindi da porre per fare in modo da evitare l'azzardo morale da parte dell'imprenditore dovrà essere il seguente:

$$[p_l * R_l - (I - A)] + [p_l * R_b + B - A] < 0$$

In caso di azzardo morale quindi l'investitore subirebbe una perdita ma all'imprenditore non converrebbe estrarre B in quanto starebbe meglio se avesse consumato A senza intraprendere il progetto. Inoltre per aumentare la p_h l'investitore

⁶³ Del Giudice A. (2015), *I Social Impact Bond*, pp. 76-89, Franco Angeli, Milano.

sarà disposto a sacrificare una quota della sua remunerazione, garantendo quindi all'imprenditore un R_b maggiore.

In un *Social Impact Bond* le cose si complicano in quanto i principali diventano due (l'investitore e la Pubblica Amministrazione) come anche gli agenti (l'operatore sociale e l'intermediario). Come si è potuto notare, teoricamente non sarebbero previste né la compartecipazione al risultato finale da parte dell'operatore, né la richiesta di un'investimento minimo da parte dell'investitore sociale, assieme queste possono costituire da forti disincentivi all'ingresso in un SIB.

Supponiamo che per raggiungere l'obiettivo fissato sia necessario produrre uno sforzo ottimale da parte dell'investitore pari a (e_1^*, e_2^*) , dove questo sforzo sia diviso in due componenti: la prima di tipo quantitativa (osservabile e misurabile) e la seconda di tipo qualitativo (difficilmente misurabile). La funzione di utilità dell'operatore in questo caso sarà identificata semplicemente come la differenza tra il *payoff* (w) e la funzione di costo (C) associata ad e_1, e_2 , quindi: $U(OS) = w - C(e_1, e_2)$. Se da un lato possiamo assumere che la componente quantitativa e_1 sia pari ad e_1^* in quanto sottoposta a misurazione, mentre quella qualitativa e_2 assumerà il valore minimo possibile, per massimizzare l'utilità.

Anche per la PA la funzione di utilità è in funzione dello sforzo data la presenza di quest'ultimo all'interno della funzione di risparmio S e dipendente dalla probabilità di successo del progetto (p), inoltre supponendo che essa partecipi, per metà, alle spese per il valutatore (M) la sua funzione di utilità sarà pari a:

$$\bar{U}(PA) = p * U(S(e_1^*, e_2^*) - R_l - M/2) + (1 - p) * U(S(e_1, e_2) - M/2)$$

Ovviamente affinché la pubblica amministrazione sia disposta a entrare in un *Social Impact Bond* deve valere la relazione: $S(e_1, e_2) - M/2 < S(e_1^*, e_2^*) - R_l - M/2$, che si semplifica a $S(e_1, e_2) < S(e_1^*, e_2^*) - R_l$.

Per quanto riguarda l'investitore la remunerazione che avrebbe in caso di successo è stata precedentemente definita come: $R_1 = (1 + i) \cdot (I - A)$, dove $1 + i = 1/p$ (vedi sopra), inoltre dovrà sostenere le spese per remunerare l'attività dell'intermediario (F), quindi la sua utilità sarà pari a: $\bar{U}(IF) = p \cdot U(R_1 - F) + (1 - p) \cdot U(-F)$.

Per il valutatore la sua funzione di utilità è molto semplice, infatti coincide con il compenso pari a M, mentre per l'intermediario essa sarà pari a $F - M/2$, dato che compartecipa alle spese per il valutatore.

Tabella 2: I *payoff* dei partecipanti ad un SIB

	Successo	Insuccesso
Pubblica Amministrazione (PA)	$S(e_1^*, e_2^*) - R_1 - M/2$	$S(e_1, e_2) - M/2$
Intermediario (INT)	$F - M/2$	$F - M/2$
Operatore Sociale (OS)	$w - C(e_1^*, e_2^*)$	$w - C(e_1, e_2)$
Investitore Finanziario (IF)	$R_1 - F$	$-F$
Valutatore esterno (V)	M	M

Fonte: Del Giudice (2015)

La Tabella 2 mostra la grande differenza in termini di ripartizione del rischio tra i partecipanti di un SIB, essa infatti è assolutamente spostata sulle spalle dell'investitore e della PA, in quanto il loro *payoff* è dipendente dalla buona riuscita del progetto mentre intermediario e OS possiedono guadagni puramente deterministici. Ne consegue l'assenza di un punto d'equilibrio sostenibile dato che i due agenti hanno un *payoff* completamente disallineato rispetto alla riuscita o meno del progetto, perciò la probabilità di successo passerà da p_h a p_l e quindi l'OS può applicare uno sforzo sub-ottimale, estraendo $B = C(e_1^*, e_2^*) - C(e_1, e_2)$.

$[p_l \cdot R_1 - (I - A)] + [p_l \cdot R_b + B - A] < 0$ può essere quindi riscritta come segue:

$$[p_l * R_l - (I - A)] > [w + B - A]$$

in quanto il beneficio estratto dall'operatore sociale sarà pari alla somma tra w e B , dato che $p_l * R_b$ assumerà il valore che ne massimizza l'utilità e quindi w .

Questa condizione di equilibrio, affinché il Valore Attuale Netto sia positivo, porta a due importanti conclusioni:

1. L'operatore sociale deve compartecipare ai risultati del progetto in maniera rilevante, in modo tale da disincentivarlo a massimizzare B sacrificando così la buona riuscita del progetto stesso. Ciò che l'agente otterrà sarà una quantità $b < B$ in modo tale da riportare la probabilità di riuscita da p_l a p_h ;
2. A fronte di una remunerazione maggiore, l'operatore deve investire un ammontare di risorse $\bar{A} > A$ tale da garantire all'investitore un'adeguata remunerazione del progetto, o comunque queste risorse devono essere garantite da un soggetto terzo.

A rendere ancor più complesso questo sistema vi sono le relazioni di fiducia tra i vari partecipanti in quanto la buona riuscita del progetto dipende per la maggior parte dalle capacità da parte dell'operatore nella risoluzione o prevenzione di un problema sociale, di conseguenza sarà più semplice per un investitore fornire risorse a soggetti operanti in ambito sociale che si sono costruiti nel tempo un "capitale reputazionale" maggiore rispetto agli altri ovvero quelli che minimizzano la probabilità di assumere comportamenti di azzardo morale.

Oltre al rischio di esecuzione del SIB precedentemente affrontato, Burand (2013) identifica altri potenziali rischi per la corretta esecuzione di un *Social Impact Bond*:

- Rischio di intermediazione: può presentarsi in una duplice forma, come incapacità di coordinare e gestire le complicate relazioni tra gli attori partecipanti, data la scarsità di dati dovuta alla novità portata da questo genere di strumenti, ovvero quando l'intermediario ha altri impegni finanziari ed operativi che possano portare

via impegno e risorse alla gestione del SIB, oltre alla nascita di possibili conflitti d'interesse;

- Rischio politico: esso colpisce sia la capacità che la volontà di finanziamento da parte della Pubblica Amministrazione in molteplici forme, tra le quali: l'interferenza con i criteri di valutazione, la forzatura nella rinegoziazione dei termini contrattuali, l'avvento di vertici scettici riguardo ad un SIB già iniziato, mancata remunerazione dell'investitore nonostante l'obiettivo venga raggiunto... Questo rischio è maggiore tanto minore è l'esperienza di una PA nell'ingaggiarsi in strumenti *pay-for-success* che può minarne sin dall'inizio la determinazione degli obiettivi, il calcolo delle remunerazioni e dei costi per l'implementazione del progetto;
- Rischio finanziario: esso viene principalmente sopportato dagli investitori. La classica forma in cui può manifestarsi consiste nel fallimento nella risoluzione o prevenzione del problema sociale al cuore del SIB, precludendo quindi la possibilità di ottenere un rendimento, altrimenti può derivare da un aumento dei costi di transazione, durante il periodo di implementazione, tale da non rendere più profittevole lo strumento.
- Rischio reputazionale: piuttosto che impattare sulla manciata di partecipanti del SIB, esso si manifesta come una forma di rischio contagio derivante dall'enfasi mediatica che può crearsi attorno a delle controversie interne al *Social Impact Bond* che possono influenzarne l'ecosistema attorno ad esso e quindi potenzialmente frenarne la corsa o addirittura interromperla.

Dal 2010, anno del primo *Social Impact Bond*, il totale dei progetti commissionati ammonta a 138, per un capitale raccolto totale pari ad oltre 440 mln di Dollari, ed un'altra settantina in fase di sviluppo⁶⁴.

⁶⁴ <https://sibdatabase.socialfinance.org.uk>

Il primo SIB mai implementato venne implementato nel 2010 nel Regno Unito presso il carcere di Peterborough con l'obiettivo di diminuire il tasso di recidiva dei carcerati con pene inferiori all'anno. La contrattazione tra One Service, la *joint venture* formata da Social Finance ed altri cinque operatori sociali, avvenne con il Ministero della Giustizia e quello del Tesoro. Il progetto prevedeva un finanziamento di cinque milioni di Sterline il quale, una volta raggiunto l'obiettivo della riduzione di almeno il 7,5% della recidiva su un campione formato da tre coorti di mille detenuti all'anno, avrebbe corrisposto una remunerazione pari almeno al 7,5% o superiore con un tetto massimo del 13%, con la possibilità di ricevere un pagamento immediato qualora la riduzione fosse superiore al 10%. Le difficoltà non furono poche infatti, essendo il pioniere di questo tipo di strumenti, fu molto difficoltoso trovare investitori disposti ad investire risorse perciò Social Finance si impegnò in prima persona a creare un veicolo, Social Impact Partnership, il cui azionariato comprendeva numerosi investitori privati, prevalentemente di natura filantropica.

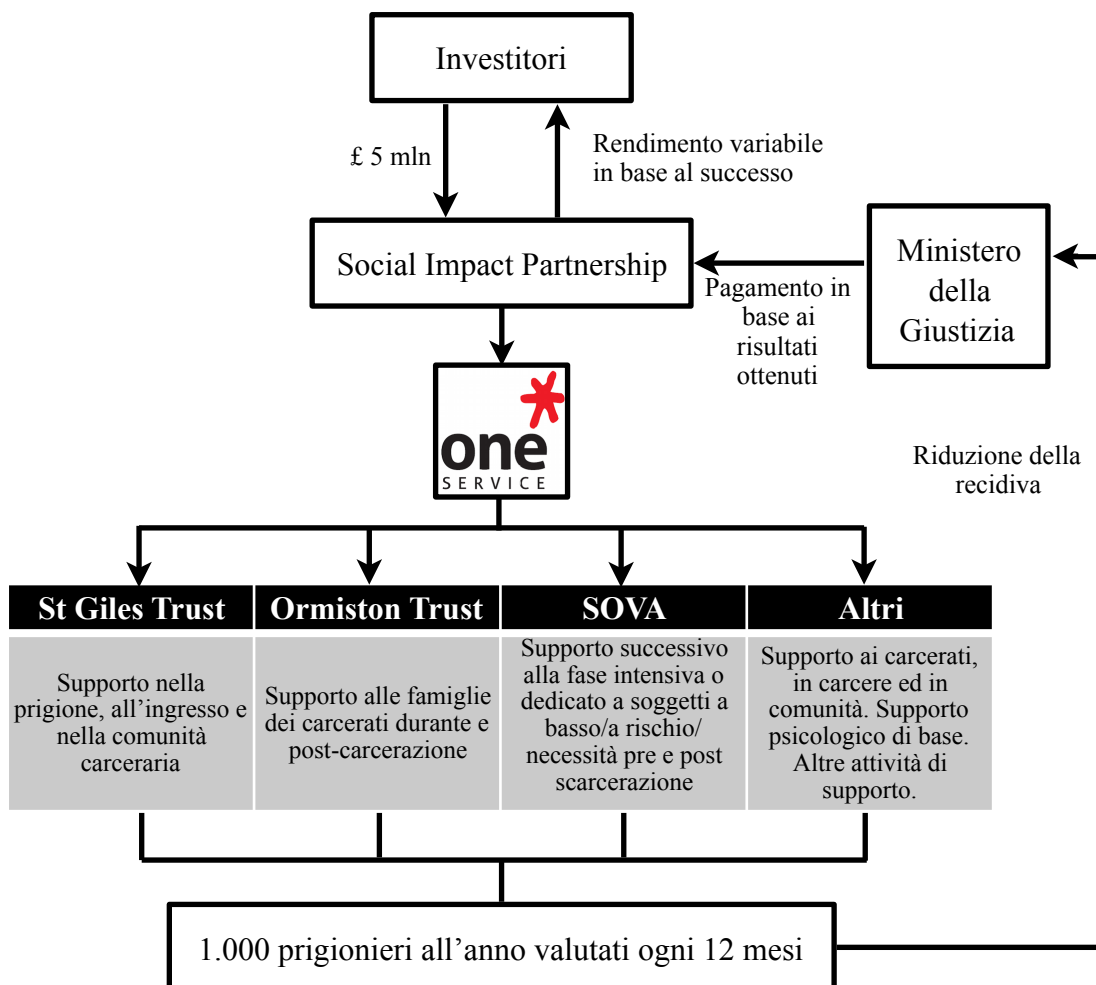
La struttura di questo *Social Impact Bond* ricalca quella di un investimento di *venture capital*. I primi dati sulla bontà del progetto furono pubblicati dal Ministero della Giustizia nel 2014 e mostrarono una riduzione della recidiva dell'8,4% rispetto al gruppo di controllo. Sfortunatamente il Ministero nello stesso anno dichiarò concluso l'esperimento, appellandosi ad una clausola contrattuale che glielo permise, per lanciare un programma nazionale denominato *Transforming Rehabilitation* (TB) riguardante tutte le carceri britanniche.

Il SIB di maggiori dimensioni è stato implementato negli Stati Uniti nel settembre 2016 con il cosiddetto *DC Water Environmental Impact Bond*⁶⁵ il quale si pone l'obiettivo di fornire il capitale iniziale (\$ 25 milioni) per la costruzione dell'inaugurale infrastruttura verde nella fognatura di Rock Creek, un progetto dell'ammontare complessivo di \$ 2,6 miliardi che ha lo scopo di diminuire

⁶⁵ <https://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/current/dc-water-environmental-impact-bond-fact-sheet.pdf>

drasticamente gli straripamenti fognari che periodicamente inquinano i fiumi Anacostia e Potomac e il torrente Rock. La somma pattuita nel SIB è stata messa a disposizione da *Goldman Sachs Urban Investment Group* e dalla *Calvert Foundation* i quali verranno remunerati da *DC Water* solamente se l'infrastruttura verde garantirà una diminuzione superiore al 41,3% degli straripamenti dovuti massicce precipitazioni di acqua piovana, nel caso la riduzione fosse inferiore al 18,6% saranno gli investitori ad accollarsi la quota di rischio sostenuta da DC Water, infine qualora la riduzione si attestasse all'interno di questo intervallo. La raccolta di capitale in questo caso avviene attraverso obbligazioni a tasso variabile e la durata del SIB è di 25 anni.

Figura 12: Il SIB di Peterborough



Fonte: Del Giudice, 2015

Tabella 3: I 20 maggiori *Social Impact Bond*

Nome del SIB	Nazione	Settore	Impegno iniziale di capitale
DC Water EIB	Stati Uniti	Ambiente	\$25 mln
South Carolina Nurse-Family Partnership Pay for Success Project	Stati Uniti	Welfare Sociale	\$17 mln
Child-Parent Center Pay for Success Initiative	Stati Uniti	Educazione	\$16.9 mln
NYC ABLE Project for Incarcerated Youth	Stati Uniti	Contrasto al crimine	\$16.8 mln
Juvenile Justice Pay for Success Initiative	Stati Uniti	Contrasto al crimine	\$16.11 mln
Increasing Employment and Improving Public Safety	Stati Uniti	Contrasto al crimine	\$14.82 mln
Workplace Rotterdam South	Paesi Bassi	Occupazione	\$14.58 mln
Integration and fast employment of immigrants	Finlandia	Occupazione	\$14.2 mln
Adult Basic Education Pay for Success Initiative	Stati Uniti	Occupazione	\$12.43 mln
Family Stability	Stati Uniti	Welfare Sociale	\$11.2 mln
Just in Reach	Stati Uniti	Welfare Sociale	\$10 mln
Benevolent Society Social Benefit Bond (SBB)	Australia	Welfare Sociale	\$9.32 mln
Denver Social Impact Bond Program	Stati Uniti	Welfare Sociale	\$8.6 mln
ONE Service	Regno Unito	Contrasto al crimine	\$7.61 mln
Utah High Quality Preschool Program	Stati Uniti	Educazione	\$7 mln
ASPIRE	Australia	Welfare Sociale	\$6.86 mln
Project Welcome Home	Stati Uniti	Welfare Sociale	\$6.8 mln
Newpin Social Benefit Bond (SBB) (SF Calls it UnitingCare Burnside)	Australia	Welfare Sociale	\$6.73m mln
Youth Choices Social Benefit Bond	Australia	Contrasto al crimine	\$6.42 mln

Type II Diabetes	Israele	Sanità	\$5.5 mln
------------------	---------	--------	-----------

Fonte: Jack, 2018⁶⁶

2.4 La misurazione delle performance

La necessità di misurare sia il rendimento economico-finanziario che l'impatto sociale è assolutamente centrale per la crescita e la diffusione del mercato della finanza ad impatto. Il duplice rendimento che un investitore sociale ottiene, finanziario e appunto sociale, necessita di valutazioni che tengano conto di entrambi questi elementi. Focalizzarsi eccessivamente sul lato finanziario risulta inadeguato per la corretta valutazione dei rischi che si andranno ad affrontare con questo tipo di investimenti in quanto il rendimento finanziario è influenzato a sua volta dal rendimento sociale, come si è visto in precedenza con i SIB e dai quali si evince che la valutazione delle performance è divisa in due rami: il primo di tipo quantitativo (misurabile) e il secondo di tipo qualitativo (non o quantomeno difficilmente misurabile); l'identificazione dell'impatto sociale spesso ricade spesso in quest'ultimo ramo.

L'ottenimento di una misura che sia in grado di combinare agevolmente e puntualmente questi due aspetti (finanziario e sociale) risulta quindi molto complesso a causa appunto delle difficoltà intrinseche nella misurazione di particolari fenomeni sociali e anche spesso per la mancanza di dati dovuta alla difficoltà nella raccolta da parte degli operatori sociali. Nicholls (2009) ritiene che la difficoltà nella misurazione dell'impatto sociale derivi in particolare dall'elevato numero di fattispecie che possono influenzare gli operatori sociali nella loro attività, ognuno di questi infatti può essere caratterizzato da specifici input (donazioni, prestiti, capitale di rischio...), dal fatto che operi in un contesto di mercato oppure non vi operi e da differenti output i quali

⁶⁶ Jack A., *Table: the top global social impact bonds*, Financial Times, 04/12/2018

possono essere incomparabili tra di loro⁶⁷. Da tenere in considerazione nella fase di misurazione è sicuramente la quantificazione dei rischi a cui l'investimento sociale può andare incontro, i quali possono subire delle variazioni nel tempo. Nel Capitolo 2.3.2 essi sono stati elencati e Saltuk (2012) li indica come principali fonte di rischio nella gestione di un portafoglio in cui la componente d'impatto risulta rilevante⁶⁸.

La conseguenza principale di queste considerazioni risulta essere la complessità di arrivare a misure standardizzate che riescano da un lato a combinare efficacemente rendimento economico e sociale e dall'altro che queste risultino essere affidabili in modo tale da permettere confronti tra casi differenti. Lo sviluppo di sistemi di misurazione standard sarà un passo importante per l'attrazione di quegli investitori tradizionali che cercano di integrare ai rendimenti finanziari un ritorno sul fronte sociale e contemporaneamente per aiutare le imprese sociali dislocate nei diversi settori a sviluppare una maggiore capacità di misurazione dei risultati sociali raggiunti⁶⁹, in modo tale da predisporre report da rivolgere al pubblico anche per attirare ulteriori investimenti.

I dati ricercati alla base della misurazione differiscono da soggetto a soggetto, per una pubblica amministrazione i valori d'interesse riguardano i risvolti fiscali, sociali ed economici, come anche il risparmio di spesa. Per un investitore sicuramente la remunerazione costituisce un aspetto fondamentale da prendere in considerazione, la quale può comunque variare in base alla sensibilità riguardo a determinate problematiche sociali che si intendono combattere o prevenire con l'investimento. Gli stessi operatori sociali richiederanno delle misure che mostrino il valore economico e

⁶⁷ Nicholls A. (2009), "We do good things, don't we?: Blended Value Accounting in social entrepreneurship", in *Accounting, Organizations and Society*, 34, pp. 755-769, Said Business School, University of Oxford.

⁶⁸ Saltuk Y. (2012), *A Portfolio Approach to Impact Investment: A Practical Guide to Building, Analyzing and Managing a Portfolio of Impact Investments*, J.P. Morgan.

⁶⁹ Wilson K. E., Silva F. e Ricardson D. (2015), *Social Impact Investment: Building the Evidence Base*, OECD.

non economico da loro creato nei confronti della società grazie al conferimento di risorse da parte degli investitori.

Durante i primi anni di diffusione del fenomeno *Impact Investing*, la mancanza di criteri di misurazione affidabili ha fatto sì che quelle società che per prime scommisero su questo mercato creassero delle metodologie interne nella valutazione dell'impatto sociale, collegato al rendimento finanziario. Secondo il sondaggio condotto all'interno del già citato lavoro di O'Donohoe, Leijonhufvud e Saltuk (2010), l'85% degli investitori intervistati utilizzavano sistemi di valutazione interni, il 13% i criteri utilizzati dalla società o dal fondo controllante mentre solo il 2% utilizzava metodologie sviluppate da terzi.

Con l'evoluzione e l'espansione di quanto mercato ed il conseguente ingresso di nuovi attori, tra cui anche studiosi ed accademici, nel tempo sono state sviluppate degli approcci innovativi tali da rendere maggiormente standardizzata la misurazione e la valutazione delle performance e permettere quindi anche quei confronti indispensabili per poter rendersi conto dell'efficacia o meno di un investimento ad impatto.

Tra le varie modalità che verranno presentate di seguito figurano le principali metodologie applicabili sia alla teoria di portafoglio, come la rivisitazione del celebre modello Black e Litterman effettuata da Brandstetter e Lehner, e altre maggiormente utilizzabili da quegli investitori che vogliono dedicare le loro risorse anche al finanziamento diretto di progetti ad impatto sociale.

2.4.1 I parametri Environmental, Social and corporate Governance (ESG)

I criteri *Environmental, Social and corporate Governance* o ESG sono utilizzati per misurare l'impatto ambientale, sociale e di governance delle aziende, sempre più focalizzate nel mettere in evidenza la loro attenzione riguardo alle tematiche socio-ambientali adattando la catena produttiva e la gestione interna in modo tale da minimizzare l'impatto negativo sull'ambiente o sulla società che le circonda

in modo tale da risultare anche attraenti nei confronti di quegli investitori attenti, nella loro strategia costruzione di portafoglio, a questo tipo di iniziative.

MSCI⁷⁰ ha identificato tre obiettivi o motivazioni comuni quando si intende attuare una strategia che contempi la considerazione e l'attenzione ai parametri ESG:

- I. Integrazione: investire includendo sistematicamente rischi ed opportunità derivanti da soggetti attenti all'impatto socio-ambientale derivante dalla loro attività, in modo tale da migliorare l'esposizione a rischi di medio-lungo termine. Questo può essere fatto da un lato includendo nell'analisi delle opportunità d'investimento la valutazione dei rischi ESG (approccio *bottom-up*) oppure includendo sistematicamente i fattori ESG nella costruzione del portafoglio (approccio *top-down*).
- II. Valori: investire rimanendo ancorati alle sensibilità dell'organizzazione o dell'individuo. Spesso vengono attuate strategie di "screening negativo" con il quale vengono scartati gli investimenti in determinati settori (come ad esempio la pornografia, il tessile dove sia presente del lavoro minorile, armi, ecc...).
- III. Impatto: investire con la volontà di supportare benefici sociali ed ambientali.

Questi parametri ESG vengono predisposti da agenzie specializzate, se ne contavano già nel 2016 più di 125⁷¹ come MSCI, *Arabesque*, *Bloomberg*, FTSE e molte altre, le quali recepiscono una grandissima qualità di dati attraverso questionari, informazioni riservate o di pubblico dominio (report, notizie...) e le elaborano in modo tale da costruire degli indicatori che siano in grado di fornire un punteggio ESG per ogni singola organizzazione di cui si vuole o viene richiesta la valutazione di impatto socio-ambientale. Negli ultimi anni il mercato delle agenzie di rating ESG è cresciuto enormemente arrivando in una fase vicina alla maturità infatti si sono già verificati episodi di fusioni od acquisizioni tra agenzie (MSCI ad esempio viene da una lunga

⁷⁰ <https://www.msci.com/esg-101-what-is-esg>

⁷¹ <https://finscience.com/en/news/top-5-esg-data-providers-rating-and-report/>

serie di acquisizioni, come quella di *GMI Ratings* nel 2014), ma anche per l'ingresso di altre agenzie precedentemente concentrate sulla predisposizione di punteggi riguardanti esclusivamente le componenti finanziarie (con lo scoppio dell'odierna pandemia mondiale anche le tre gradi agenzie di rating Moody's, Standard&Poor's e Fitch hanno inserito i parametri ESG nei loro modelli di calcolo).

Secondo Escrig-Olmedo *et al.* (2019)⁷², dal 2008 al 2018 i criteri ESG non sono sostanzialmente cambiati nel tempo, quello che è significativamente cambiato è l'integrazione nei modelli di valutazione delle agenzie di rating dei parametri ESG.

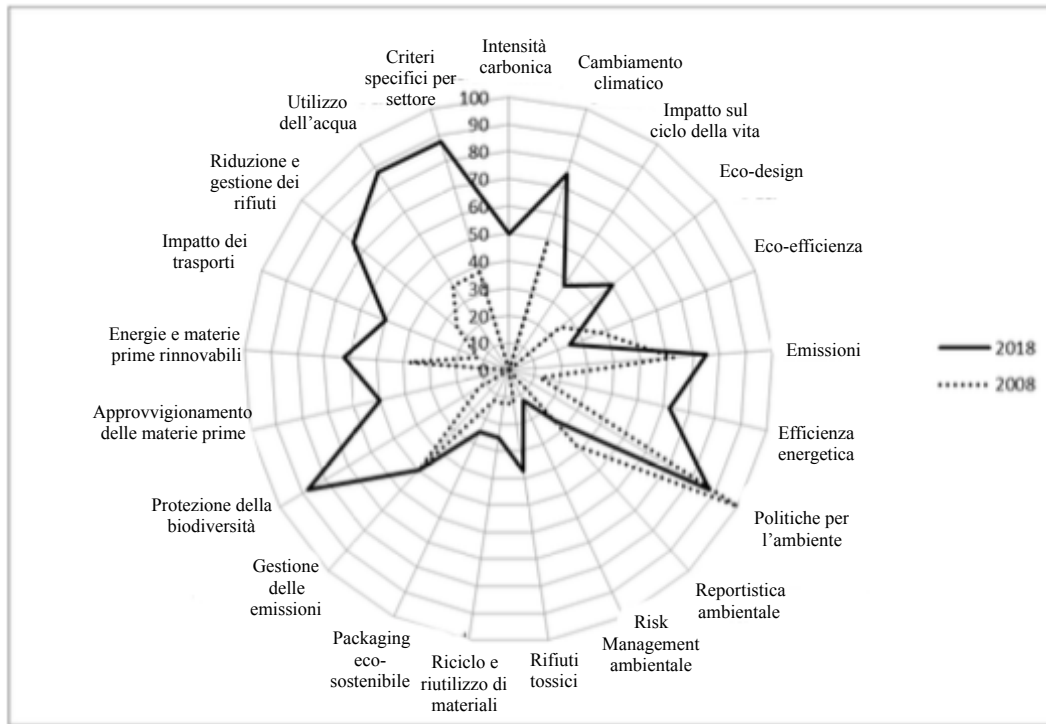
Nel 2008, ad esempio per quanto riguarda gli aspetti ambientali (Figura 13), le variabili maggiormente prese in considerazione erano le politiche per la riduzione dell'impatto ambientale (100%), le emissioni (62,5%) e il cambiamento climatico (50%) mentre un decennio dopo si sono aggiunte prepotentemente la gestione dell'acqua (87,5%) e la tutela della biodiversità (87,5%).

Sulla stessa lunghezza d'onda anche le tematiche sociali (Figura 14) hanno preso sempre maggior vigore all'interno delle metodologie di assegnazione del rating dove, oltre alla formazione del capitale umano, i diritti umani e le relazioni di comunità si sono aggiunti ad esempio la sicurezza sul lavoro, la qualità dei luoghi di lavoro e la gestione delle risorse umane.

Anche dal punto di vista della governance aziendale (Figura 15) si è vista una progressione simile, grazie soprattutto all'inclusione della trasparenza e della lotta alla corruzione interna oltre ai classici comitati aziendali e alle politiche di remunerazione del personale.

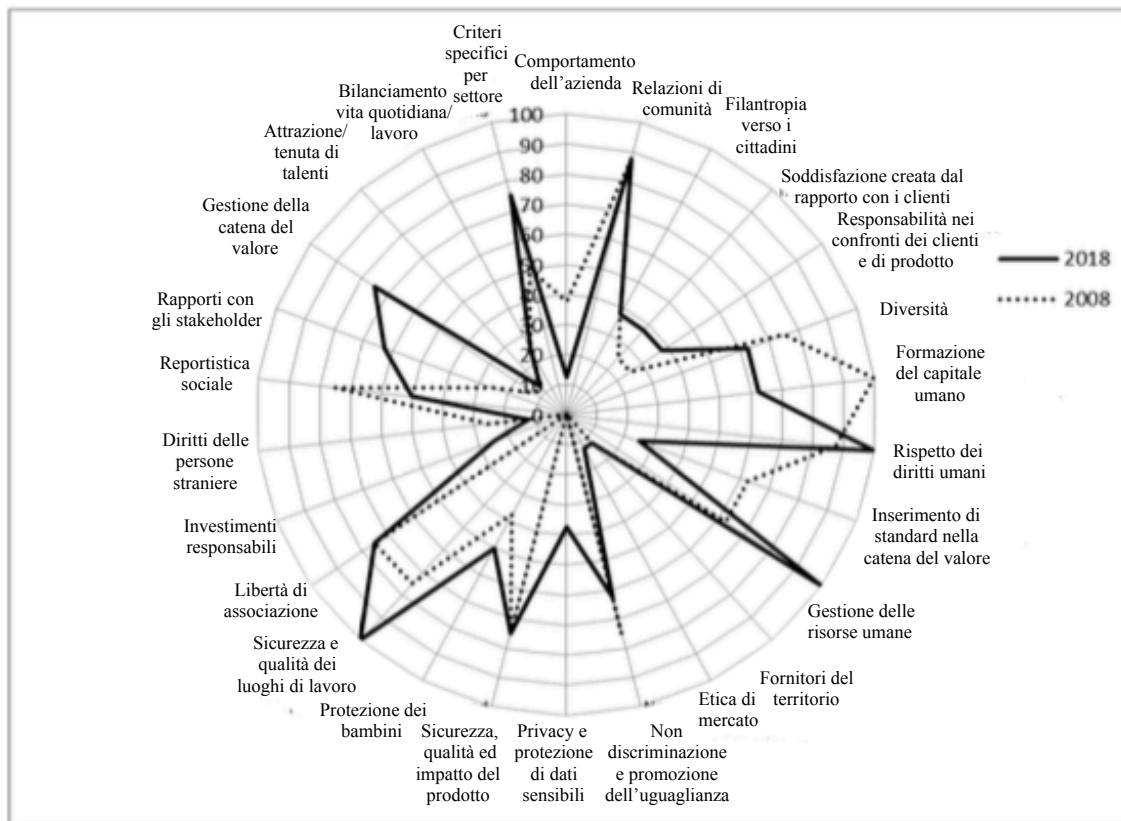
Figura 13: L'utilizzo dei criteri ambientali (2008-2018)

⁷² Escrig-Olmedo E., Fernández-Izquierdo M. A., Ferrero-Ferrero I., Rivera-Lirio J. M. e Muñoz-Torres M. J. (2019), *Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*, Sustainability 11, no. 3: 915.



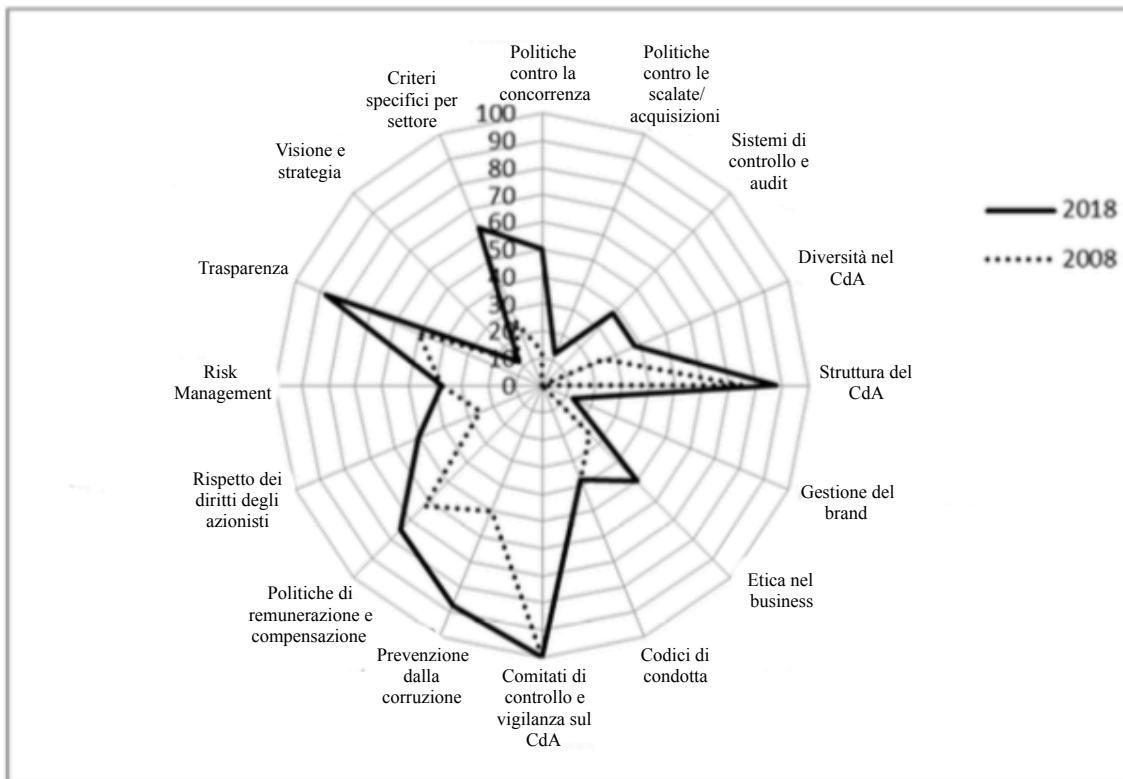
Fonte: Escrig-Olmedo et al., 2019

Figura 14: L'utilizzo dei criteri sociali (2008-2018)



Fonte: Escrig-Olmedo *et al.*, 2019

Figura 15: L'utilizzo dei criteri di governance aziendale (2008-2018)



Fonte: Escrig-Olmedo *et al.*, 2019

2.4.2 IRIS

IRIS, successivamente aggiornato in IRIS+, è un'iniziativa promossa dal *Global Impact Investing Network* (GIIN) nel 2008 al fine di aumentare l'efficacia e il volume degli investimenti ad impatto sociale attraverso la fornitura di un catalogo di strumenti volti ad incrementarne la trasparenza, la credibilità e l'*accountability* nei metodi di misurazione applicati al mercato dell'*Impact Investing*⁷³.

IRIS mette a disposizione, da un lato agli investitori cosicché possano giudicare le performance sia economico-finanziarie che quelle socio-ambientali di un potenziale investimento e dall'altro anche agli imprenditori sociali in modo tale da mostrare alla

⁷³ IRIS, *Getting Started with IRIS: How to select IRIS metrics for social and environmental performance measurement*, IRIS.

platea dei potenziali investitori le informazioni precedentemente indicate per risultare più attraenti, più di 500 indici e metriche su ciascuna azienda presente nel loro database, in particolare in ambito di :

- Performance finanziaria: evidenziando il dettaglio di attività e passività finanziarie;
- Performance operativa: con particolare attenzione alla gestione degli investimenti, del personale e dell'impatto socio-ambientale dovuto all'attività giornaliera;
- Performance di prodotto: quantificazione dei benefici ambientali e sociali dei prodotti, servizi e dei processi apportati da tutte le attività rientranti nel perimetro dell'azienda;
- Performance di settore: quantificazione dell'impatto in particolari settori ad alta intensità socio-ambientale come l'agricoltura e la sanità;
- Performance degli obiettivi sociali ed ambientali: quantificazione dei progressi rispetto a determinati obiettivi di impatto socio-ambientale come l'aumento dell'occupazione o l'utilizzo sostenibile dei terreni di proprietà.

Con IRIS+⁷⁴, grazie a più di 800 contributori, il numero di indicatori è salito a 685 e vengono messi a disposizione degli indicatori chiave (KI), ottenuti attraverso la compressione di più indicatori standard, per agevolare il processo di valutazione e selezione. Ogni KI è costruito su una base di cinque punti:

- I. Obiettivo dell'investitore o dell'impresa;
- II. Risultato da misurare: ogni obiettivo può portare ad una serie di risultati differenti, ad esempio il miglioramento del benessere finanziario di un determinato gruppo può portare ad un incremento dei risparmi o alla moltiplicazione delle opportunità di carriera, i quali vengono misurati per fornire un quadro d'insieme;
- III. Domande chiave:

⁷⁴ McCarthy K., Emme L. e Glasgo L. (2019), *IRIS+ Core Metrics Sets*, IRIS.

1. Qual'è l'obiettivo?: per identificare i possibili risultati e comprendere il contributo delle imprese e quanto questo sia importante per gli stakeholders;
2. Chi sarà influenzato?: per identificare chi saranno gli stakeholders (dalle singole persone all'intero pianeta) che verranno influenzate dall'attività aziendale;
3. Quanto cambiamento sta avvenendo?: per identificarne le dimensioni in termini di numero di portatori d'interessi e quantificare la percezione di cambiamento da parte di quest'ultimi;
4. Qual'è il contributo fornito da investitori ed imprese nella creazione di impatto socio-ambientale?;
5. Quali sono i rischi?: rischio di partecipazione degli stakeholders (non produrre/erogare prodotti o servizi in grado di soddisfare i bisogni sociali), rischio esterno (politico, economico, instabilità sociale...), rischio di contribuzione (saturazione del mercato) e rischio di abbandono;
6. Come il cambiamento sta avvenendo?: per contestualizzare i dati raccolti dalle precedenti domande, dando così un'immagine ben definita del rapporto tra azienda e popolazione/pianeta.

IV. Strumenti aggiuntivi: per poter comprendere altri possibili effetti verso gli stakeholders o anche verso altri appartenenti a gruppi diversi;

V. Personalizzazione: possibilità di aggiungere ulteriori parametri IRIS in modo tale da ottenere indicatori personalizzati.

Secondo l'ultimo sondaggio condotto dal GIIN⁷⁵, nella scelta degli obiettivi e nella valutazione delle performance gli investitori ad impatto che utilizzano IRIS ed IRIS+ sono rispettivamente il 46% ed il 36% del totale.

⁷⁵ Hand D., Dietrich H., Sunderji S. e Nova N. (2020), *2020 Annual Impact Investor Survey*, Global Impact Investing Network.

2.4.3 GIIRS

Sviluppato da B-Lab⁷⁶, GIIRS rappresenta uno dei più grandi sistemi globali che agisce come valutatore terzo degli impatti sociali e ambientali generati dalle imprese e dai fondi impact.

Combinando le metriche IRIS con altri criteri, GIIRS fornisce un punteggio compreso tra 0 e 200 (maggiore sarà il punteggio e altrettanto sarà l'impatto positivo verso società e ambiente) e due rating basati sul modello di business per comprendere se siano in grado di risolvere problemi sociali od ambientali attraverso i prodotti/servizi, clientela obiettivo, catena del valore e proprietà e sull'operatività dell'impresa (per quanto riguarda quest'ultima vengono presi in considerazione anche i parametri ESG).

Tabella 4: Punteggio sull'impatto del modello di business

Punteggio	Comunità	Ambiente	Lavoro	Governance	Consumatori	Tot
Bronzo	0 - 9.9	0 - 9.9	0 - 9.9	0 - 2.5	0 - 9.9	0 - 19.9
Argento	10 - 14.9	10 - 14.9	10 - 14.9	2.6 - 7,4	10 - 29.9	20 - 29.9
Oro	15 - 24.9	15 - 24.9	15 - 24.9	7.5 - 9.9	30 - 44.9	30 - 49.9
Platino	>25	>25	>25	10	>45	>50

Fonte: B-Analytics, 2021

Tabella 5: Punteggio sull'impatto dell'operatività

Punteggio	Comunità	Ambiente	Lavoro	Governance	Totale
★	0 - 9.9	0 - 4.9	0 - 9.9	0 - 3.5	0 - 39.9
★★	10 - 14.9	5 - 7.9	10 - 14.9	4 - 5.9	40 - 49.9
★★★	15 - 19.9	8 - 14.9	20 - 24.9	6 - 7.49	50 - 59.9

⁷⁶ B-Lab è un ente *non-profit* che certifica le aziende che volontariamente soddisfano determinati standard di trasparenza, responsabilità e sostenibilità con l'obiettivo di creare valore per la società e per l'ambiente.

★★★★	20 - 24.9	15 - 19.9	25 - 29.9	7.5 - 8.9	60 - 69.9
★★★★★	>25	>25	>25	10	>70

Fonte: B-Analytics, 2021

Ad oggi sono più di 15.000 tra fondi ed imprese, da 57 paesi in 176 settori diversi⁷⁷, ad essersi sottoposte alla valutazione secondo i principi GIIRS. Per il GIIN circa il 18%⁷⁸ degli investitori ad impatto utilizza questo tipo di metodologia.

2.4.4 Social Return on Investment (SROI)

Il Ritorno Sociale sull'Investimento misura il cambiamento secondo modalità rilevanti per le persone e le organizzazioni che lo sperimentano o vi contribuiscono, spiega la storia di come il cambiamento è stato creato, misurando i risultati sociali, ambientali ed economici e utilizzando valori monetari per rappresentarli. L'argomento d'interesse non è il denaro, che viene utilizzato solamente come unità di misura, quanto piuttosto il valore (sociale) generato da un'organizzazione. Ciò che viene fatto è il calcolo di un rapporto tra benefici e costi infatti:

$$SROI = \frac{VALORE\ ATTUALE\ NETTO}{VALORE\ DEGLI\ INPUT}$$

Ad esempio un risultato pari a 2 indica che un investimento di €1 ha generato €2 di valore sociale.

La conduzione di un'analisi SROI si articola sostanzialmente in sei fasi⁷⁹:

⁷⁷ <https://b-analytics.net/content/company-ratings>

⁷⁸ Hand D., Dietrich H., Sunderji S. e Nova N. (2020), *2020 Annual Impact Investor Survey*, Global Impact Investing Network.

⁷⁹ Nicholls J., Lawlor E., Neitzert E. e Goodspeed T. (2012), *Guida al Ritorno Sociale sull'Investimento*, The SROI Network, trad. a cura di Human Foundation.

- I. Stabilire il campo d'analisi ed identificare i principali stakeholder: definizione di chiari confini su ciò che l'analisi SROI comprenderà e chi sarà coinvolto nel processo;
- II. Mappare gli risultati: coinvolgimento degli stakeholder per sviluppare una sorta di “mappa dell'impatto” che mostri la relazione tra *input*, *output* e *outcome*.
- III. Dimostrare gli *outcome* e attribuire loro valore: ricerca di dati per mostrare se gli *outcome* sono stati raggiunti e poi valutarli;
- IV. Definire l'impatto: raccolta delle dimostrazioni dei risultati e attribuzione di un valore monetario, occorre scontare gli aspetti del cambiamento che sarebbero comunque avvenuti o che sono il risultato di altri fattori;
- V. Calcolare lo SROI: somma di tutti i benefici, sottrazione dei valori negativi e comparazione tra risultato e investimento.
- VI. Restituire, utilizzare ed integrare: condivisione dei risultati con gli stakeholder, risposta alle loro domande, integrazione dei processi per una valutazione solida e regolare e per una verifica dell'informazione.

Lo SROI può essere utilizzato da vari tipi di organizzazione: le imprese non-profit possono sfruttarlo per migliorare le proprie prestazioni, razionalizzando le spese per estrarre maggiore valore aggiunto, le imprese possono utilizzarlo per analizzare l'impatto dei beni e servizi prodotti sulla comunità e sull'ambiente in modo tale da poter meglio comprenderne i rischi e le opportunità, dai donatori/investitori per assicurarsi che le attività in cui investono stiano effettivamente gestendo i rischi sociali, ambientali ed economici e anche dalle amministrazioni pubbliche per disegnare, valutare e monitorare i contratti (in particolari quelli di concessione) stipulati con terzi oppure anche per sviluppare politiche pubbliche nelle quali il riconoscimento del valore sociale è rilevante (per esempio valutare i benefici sociali di una nuova infrastruttura rispetto alla situazione corrente).

2.4.5 Teoria di portafoglio e finanza ad impatto

La moderna teoria di portafoglio (*modern portfolio theory*, MPT) nasce dai primi lavori di Harry Markowitz (1952) per cercare di costruire portafogli che massimizzino il rendimento dato un certo rischio o minimizzino quest'ultimo a parità di rendimento (portafogli efficienti), lavorando sulle medie e varianze calcolate da dati estrapolati dall'osservazione storica dei rendimenti delle attività finanziarie. I rendimenti saranno ottenuti dai prezzi delle attività finanziarie a cui vanno sommati flussi di cassa e flussi di cassa addizionali (dividendi) mentre il rischio sarà espresso in termini di varianza dei rendimenti. Oltre a questi due elementi il criterio media-varianza (MVO) tiene in considerazione altri due aspetti fondamentali: la correlazione tra attività finanziarie che può incrementare l'esposizione complessiva di un portafoglio poco diversificato verso un determinato rischio e l'avversione al rischio dell'investitore. La frontiera efficiente dei portafogli verrà quindi ottenuta dalla combinazione di questi quattro elementi: rendimento, rischio, correlazione e grado di avversione al rischio. L'obiettivo sarà quindi quello di determinare, tramite la risoluzione di un problema di massimizzazione vincolata i pesi da attribuire ai singoli asset per costruire un portafoglio efficiente, dove i vincoli saranno dati da valori prestabiliti di rendimento, varianza o indice di Sharpe⁸⁰.

Una dozzina di anni più tardi William Sharpe (1964) e John Lintner (1965), partono dal MVO di Markowitz, svilupparono un nuovo modello, il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), per determinare il rendimento atteso di un singolo asset o di un intero portafoglio attraverso la combinazione lineare tra il rendimento di un titolo *risk-free* (spesso vengono presi i T-Bill statunitensi), il rendimento di mercato (ottenuto in base alle osservazioni storiche dei rendimenti) ed un coefficiente β che da una misura del

⁸⁰ $Indice\ di\ Sharpe = \frac{Rendimento\ atteso - Rendimento\ riskfree}{Varianza}$

rischio sistematico di un asset che sarà pari a: $\beta_p = \frac{Cov(R_p, R_m)}{Var(R_m)}$ dove R_p

costituisce il rendimento dell'asset mentre R_m quello di mercato.

La combinazione lineare fornita dal CAPM ci dice che il rendimento atteso di un asset p sarà pari a :

$$R_p = R_f + \beta_p * (R_m - R_f)$$

La regressione su cui si lavora per ottenere il rendimento atteso è basata quindi su due parametri il tasso d'interesse del titolo privo di rischio ed il rendimento di mercato. Questo tipo di modello non potrebbe mai essere utilizzato per una valutazione del portafoglio da parte di quegli investitori che mirano ad un rendimento misto, finanziario da un lato e sociale dall'altro, in quanto non è presente nel CAPM un parametro che sintetizzi questo tipo di dato.

Grabenwarter e Liechtenstein (2011) hanno pensato ad una semplice modifica del CAPM in modo tale da poter essere utilizzato efficacemente nella valutazione del rendimento atteso di asset ad impatto sociale positivo⁸¹.

Sia dato I_t il livello di impatto sociale al momento dell'investimento ed I_a il livello di impatto atteso obiettivo nello stesso istante e I_e l'impatto effettivo al termine dell'investimento. L'impatto target sarà dunque pari a $\Delta I_a = I_a - I_t$ mentre l'impatto effettivamente generato sarà pari a $\Delta I_e = I_e - I_t$. Il parametro γ , che servirà per inserire all'interno del modello la componente di impatto sociale, assumerà i valori:

- $\gamma_a = I_a / I_t$ per quanto concerne l'impatto atteso;
- $\gamma_e = I_e / I_t$ per quanto concerne l'impatto effettivamente realizzato;

⁸¹ Grabenwarter U. e Liechtenstein H. (2011), *In search of gamma: an unconventional perspective on Impact Investing*, IESE Business School, University of Navarra.

Per ottenere il parametro, che sia in grado di esprimere la performance sociale dell'investimento, da inserire nel modello effettuiamo il rapporto tra γ_e e γ_a per ottenere:

$$\gamma_{se} = I_e / I_a$$

Il modello che otteniamo diventa quindi il seguente:

$$R_{IA} = [r_f + \beta^*(r_m - r_f)] * \gamma_{se}$$

dove R_{IA} costituirà il rendimento il rendimento aggiustato per l'impatto sociale. Qualora $\gamma_{se} > 1$ vorrà dire che l'investimento avrà sovra-performato dal punto di vista dell'impatto e quindi si avrà un riflesso positivo sul rendimento corretto dell'investimento, al contrario se $\gamma_{se} < 1$ la sotto-performance dal punto di vista socio-ambientale causerà una diminuzione del rendimento corretto per l'impatto. Ovviamente qualora $\gamma_{se} = 1$ il rendimento aggiustato per l'impatto coinciderà con il rendimento calcolato con il CAPM.

Gli autori stessi di questo interessante modello ne identificano comunque delle criticità importanti, infatti per come è costruito basterebbe scegliere progetti ad impatto sociale basso (ΔI_a vicino allo zero) e facili da implementare per poter così ottenere facilmente un $I_e > I_a$, inoltre non vi sarebbe un grande incentivo ad intraprendere investimenti ad alto impatto sociale, piuttosto se ne andrebbero a ricercare altri che compensino una probabile sotto-performance di impatto con un buon risultato di tipo finanziario.

Tra i tanti modelli di ottimizzazione di portafoglio, il più celebre può essere considerato quello implementato da Fischer Black e Robert Litterman nel 1992 nel loro celebre lavoro “*Global Portfolio Optimization*” apparso sul *Financial Analysts Journal*.

I due autori propongono un modello, combinando l'ottimizzazione media-varianza di Markowitz con il CAPM di Sharpe e Lintner, in grado di combinare efficacemente

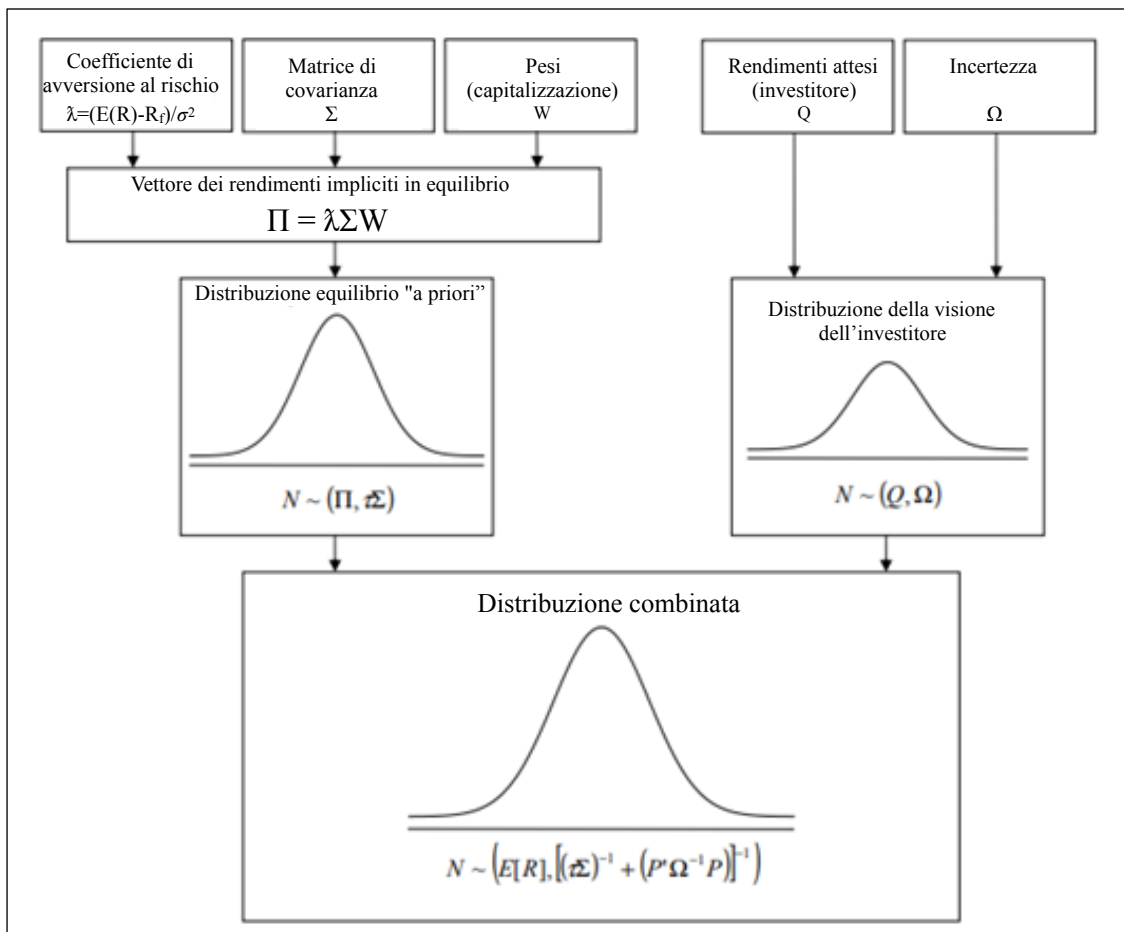
l'equilibrio di mercato con le aspettative dell'investitore in modo tale da ottenere una serie di rendimenti attesi che verranno poi inseriti nel modello MVO per il calcolo dei pesi dei singoli asset.

Gli input del modello Black-Litterman hanno duplice natura, da un lato vi sono i rendimenti delle attività finanziarie, la cui media è solo stimabile e la cui rischiosità dipende dal premio al rischio calcolato con il CAPM, i quali vengono ponderati per l'avversione al rischio dell'investitore, mentre i pesi di ciascun asset saranno costituiti dalle capitalizzazioni di mercato. I rendimenti "a priori" ottenuti si distribuiranno secondo una normale con una media (Π) pari al prodotto tra la matrice di covarianza dei rendimenti (Σ), il coefficiente di avversione al rischio (λ) e il vettore pesi calcolati dalle capitalizzazioni ponderate (w) e con una varianza pari al prodotto tra Σ ed un coefficiente τ compreso tra 0 e 1 che misura il grado di certezza che l'investitore detiene sulla vicinanza di Π rispetto al vero valore di equilibrio (assumerà quindi valori vicini allo 0). Dall'altro lato vi sono le aspettative in merito ai rendimenti attesi dell'investitore, che saranno inevitabilmente diversi da quelli del CAPM in quanto non comprensivi di tutti i titoli presenti sul mercato ma solo della porzione di sua conoscenza. Queste aspettative inoltre possiedono un intervallo di confidenza proporzionale all'incertezza con la quale l'investitore formula le sue aspettative. Anche questi rendimenti si distribuiscono normalmente con media Q e varianza Ω .

La combinazione tra i rendimenti "a priori" e quelli attesi dall'investitore assumeranno quindi anch'essi una distribuzione normale.

Come si può notare anche in questo modello non vi è spazio per l'impatto sociale in quanto appaiono solamente i rendimenti finanziari storici e quelli risultanti dalla sensibilità dell'investitore, le capitalizzazioni di mercato e l'avversione al rischio.

Figura 16: Il modello Black-Litterman



Fonte: Idzorek, 2005⁸²

Brandstetter e Lehner (2014) hanno proposto una modifica al Black-Litterman in modo tale da inserire all'interno dei parametri necessari per la costruzione di un portafoglio ottimizzato sia dal punto di vista finanziario che da quello sociale. La componente "a priori", quella derivante dai rendimenti storici degli asset di mercato, viene lasciata inalterata, quella che invece subisce una profonda modifica è la parte di aspettative proprie dell'investitore che saranno influenzate dall'impatto socio-ambientale di cui i titoli di sua conoscenza sono portatori⁸³. Secondo la visione dell'investitore vi possono essere attività finanziarie non portatrici di impatto sociale per le quali verrà applicato il

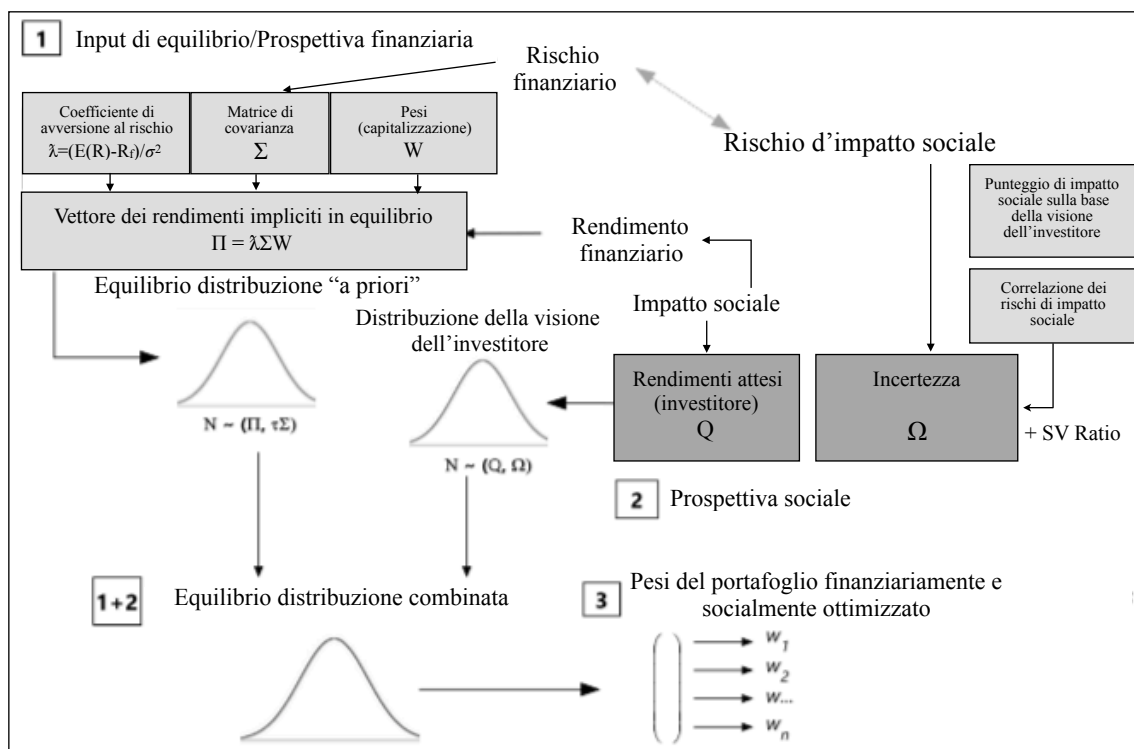
⁸² Idzorek T. M. (2005), *A step-by-step guide to the Black and Litterman model: Incorporating user-specified confidence levels*, Zephyr Associates Inc.

⁸³ Brandstetter L. e Lehner O. M. (2014), *Impact Investment Portfolios: Including Social Risks and Returns*, ACRN Oxford Publishing House, Oxford.

CAPM ed altre attività che, dato il loro impatto sociale positivo, subiranno delle variazioni in termini di rischio-rendimento rispetto al CAPM. In particolare le aspettative sui rendimenti degli asset da parte dell'investitore verranno formate partendo oltre che dai rendimenti impliciti di mercato anche dai parametri ESG. Oltre a ciò i nuovi nella formazione della distribuzione delle aspettative dell'investitore intervengono altre tre componenti:

- un punteggio d'impatto sociale ottenuto tramite standard di misurazione e valutazione consolidati (come IRIS o GIIRS);
- un rapporto di valore sociale (*Social Value Ratio, SV-Ratio*) ottenuto dal rapporto tra la componente di rischio/rendimento sociale e quella di rischio/rendimento finanziario;
- la correlazione dei rischi d'impatto sociale (*Social Impact Risk Correlation*), basata su aspetti qualitativi e che tiene in considerazione la localizzazione, il settore di appartenenza e le modalità di erogazione delle attività finanziarie d'interesse;

Figura 16: Il modello Brandstetter-Lehner



Fonte: Brandstetter e Lehner, 2014

Da una simulazione effettuata dagli autori stessi, in un portafoglio contenente tre titoli azionari tradizionali e due progetti sociali generanti rendimento finanziario, si è potuto notare che l'utilizzo del modello Black-Litterman aggiustato per l'impatto sociale determini un ribilanciamento dei pesi rispetto a quello tradizionale provocando una leggera diminuzione del rendimento accompagnata da un'attenuazione della volatilità, grazie alla scarsa correlazione tra i progetti ad impatto sociale e le azioni tradizionali, con un aumento considerevole del punteggio d'impatto sociale.

III. IL MERCATO DELLA FINANZA AD IMPATTO

Non essendo, come già più volte affermato nel Capitolo 1, il mercato dell'*Impact Investing* facilmente circoscrivibile, ne risulta difficile anche la quantificazione delle dimensioni e perciò anche dei volumi scambiati.

Nel presente capitolo quindi, per poter dare una quantificazione delle dimensioni raggiunte dalla finanza ad impatto, ci si avvarrà delle indagini annuali effettuate dal *Global Impact Investing Network* e da altre organizzazioni grazie alle quali è possibile ottenere una stima verosimile dei volumi, dei trend e delle caratteristiche assunte da questo mercato. Verranno anche affrontate nel dettaglio le situazioni nelle aree geografiche più arretrate dal punto di vista economico e della qualità della vita (dove giace la maggior parte della popolazione rientrante nella cosiddetta “base della piramide”) basandosi su dati provenienti da report dedicati.

3.1 *Impact Investing* nel mondo: uno sguardo d’insieme in un decennio di espansione

Le maggiori organizzazioni internazionali e i *network* specifici, nel quantificare le dimensioni del mercato dell'*Impact Investing*, hanno presentato nel corso degli anni stime anche molto diverse tra loro. Queste stime vengono effettuate sulla base di indagini condotte con gli investitori, i quali possono essere diversi in base alle reti di contatti che queste organizzazioni hanno tessuto e dal tasso di risposta degli attori di mercato. Per questi motivi il confronto tra studi provenienti da organizzazioni differenti risulta difficile se non addirittura sconsigliato data la differente fonte dei dati.

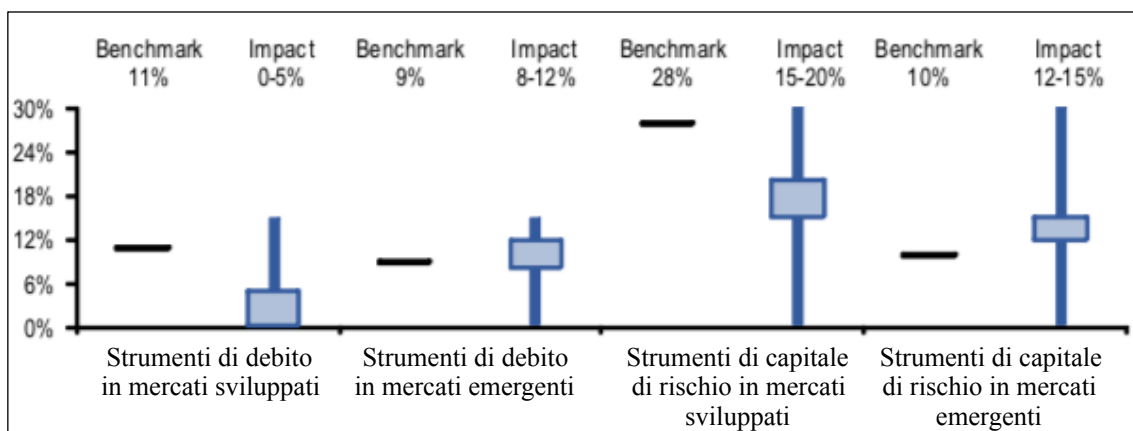
Il primo lavoro effettuato per stimare le dimensioni della finanza ad impatto e coglierne le future opportunità di crescita, già più volte citato in questo elaborato, venne pubblicato nel 2010 grazie alla collaborazione tra J.P. Morgan, il GIIN e la

Rockefeller Foundation sotto il titolo: ”*Impact Investments: An emerging asset class*”⁸⁴.

Le conclusioni interessanti fornite da questo sondaggio, al quale parteciparono 24 investitori *impact*, non identificano chiaramente le dimensioni effettive del mercato ma ne mostrano alcune caratteristiche importanti.

Prima di tutto questo documento volle sfatare l’idea della presenza di un’assoluta dicotomia tra rendimento finanziario e impatto sociale positivo. Questa considerazione non è uniformemente accettata, specie nel caso dei nuovi entranti, in quanto in determinati casi, come l’investimento sociale sotto forma di debito nei paesi sviluppati, può portare ad un sacrificio in termini di rendimento rispetto al *benchmark* (il rendimento medio si aggira tra lo 0 ed il 4,9%, ben al di sotto del *benchmark* all’11%) mentre nei paesi emergenti questa tendenza non si vede (rendimento medio tra 8 e 11,9% contro il *benchmark* al 9%). La stessa tendenza si nota negli investimenti sotto forma di capitale di rischio (*private equity* o *venture capital*) infatti per quanto riguarda i paesi sviluppati il rendimento medio si attesta al 15-19,9% contro il 28% del *benchmark*, mentre per quelli emergenti si nota un rendimento medio compreso tra il 12 ed il 14,9% contro il 10% dei tradizionali investimenti di *venture capital*.

Figura 17: Aspettative di rendimento medie per strumento e regione d’investimento



⁸⁴ O’Donohoe N., Leijonhufvud C., Saltuk Y. (2010), *Impact Investments: An emerging asset class*, J.P. Morgan, The Rockefeller Foundation, Global Impact Investing Network.

Fonte: O'Donohoe, Leijonhufvud, Saltuk, 2010

Da far notare che nel grafico sono presenti quattro *benchmark* differenti in particolare: per gli strumenti di debito vengono utilizzati lo *US High Yield* (mercati sviluppati) ed il *Corporate Emerging Market index* (mercati emergenti), mentre per il private equity/venture capital sono stati scelti il *Cambridge Associates US Venture Capital Index* (mercati sviluppati) e l'*Emerging Markets Venture Capital and Private Equity Index* (mercati emergenti).

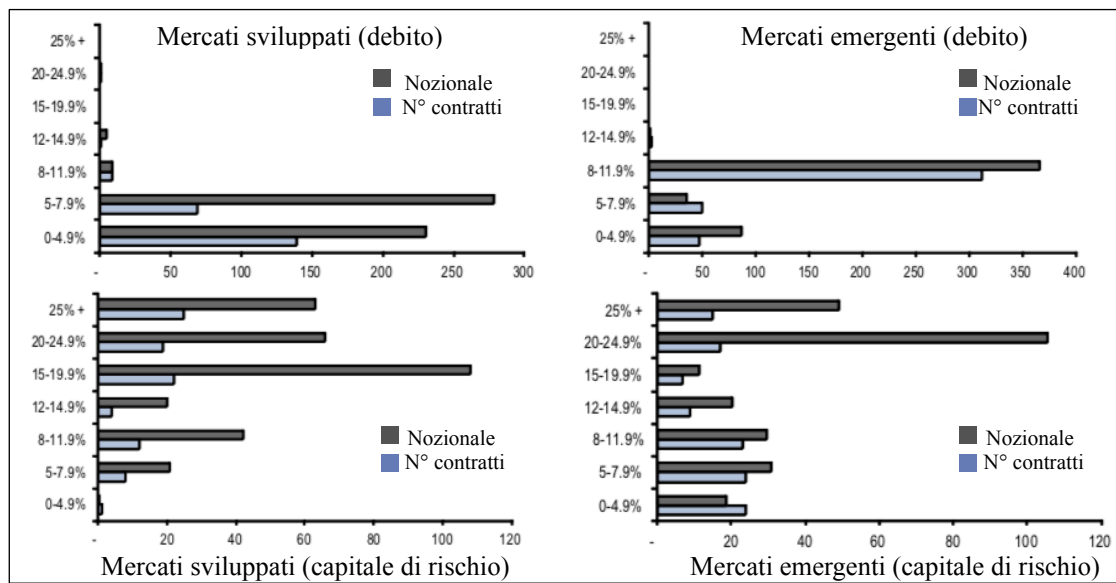
Un'altra tendenza che si può notare è la differente variabilità tra i rendimenti attesi da parte degli investitori. Fatti salvi i rendimenti maggiori attesi per gli investitori in capitale di rischio, per essi notiamo una variabilità maggiore rispetto a quelli che si avvalgono di strumenti di debito e questa situazione si afferma per entrambi i segmenti di mercato (sviluppati ed emergenti). Questa differenza può essere spiegata dal fatto che i primi investimenti ad impatto venivano per la maggior parte finanziati da fondazioni private a vocazione filantropica, ben disposte a sacrificare una parte del rendimento finanziario pur di ottenere un impatto sociale positivo (da ciò si può anche comprendere il maggior numero degli investimenti sotto forma di debito rispetto a quelli in capitale di rischio).

Guardando i rendimenti effettivamente realizzati nel segmento del debito il documento fa notare che essi non si discostano molto da quelli attesi, perciò si può affermare che le aspettative di rendimenti maggiori sono giustificabili, in particolare nei mercati emergenti dove i rendimenti conseguiti superano in media quelli attesi.

Per quanto riguarda invece la dimensione dei singoli investimenti ciò che si può evincere è la concentrazione di essi in importi molto contenuti (solo 35 sui 1.105 superano i \$5 milioni), come si può notare dalla Figura 19 infatti la larga maggioranza si trova al di sotto del milione di dollari. Questo risultato può essere dovuto al fatto che la maggioranza degli investitori fosse entrata da poco tempo all'interno di questo

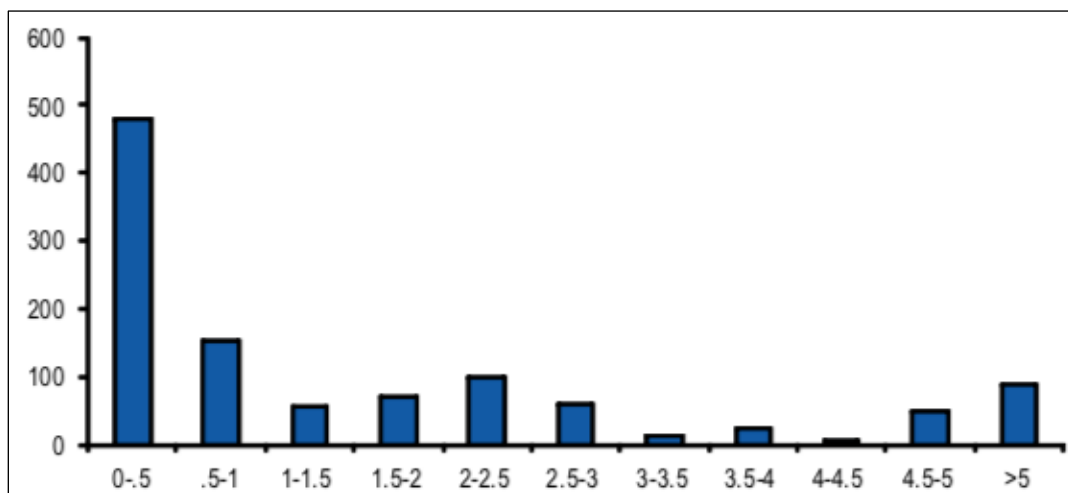
mercato, segnale di un probabile campionamento non propriamente bilanciato, dedicandosi a progetti più piccoli e più facilmente valutabili. Da far notare è che gli investimenti di piccola scala sono scarsamente appetibili per investitori di grandi dimensioni in quanto i costi in termini di tempo e risorse sono maggiori rispetto agli investimenti tradizionali.

Figura 18: Rendimenti attesi e numero di investimenti per tipologia e regione



Fonte: O'Donohoe, Leijonhufvud, Saltuk, 2010

Figura 19: Distribuzione della dimensione degli investimenti (dati in \$ milioni)

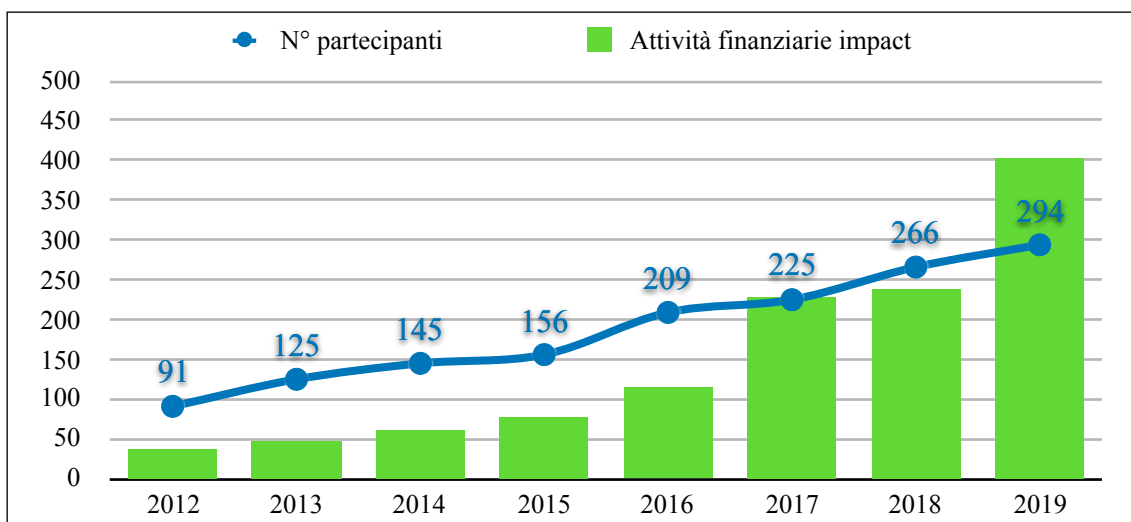


Fonte: O'Donohoe, Leijonhufvud, Saltuk, 2010

Gli autori del documento comunque restavano ottimisti sullo sviluppo e l'evoluzione di questo mercato, essi infatti ripetono che un'espansione tale da attirare anche investitori istituzionali possa provocare l'aumento delle dimensioni medie dei singoli investimenti con connessi tassi di remunerazione maggiori e la proliferazione di nuovi fondi d'investimento dedicati. Tale ottimismo ha portato ad una stima del potenziale dell'*Impact Investing* il quale, nel decennio successivo, avrebbe raggiunto dimensioni comprese tra i 400 e i 1.000 miliardi di Dollari, generando profitti per gli investitori tra i 183 e 667 miliardi di USD.

Per quanto riguarda le dimensioni possiamo affermare che, visti gli ultimi dati, la soglia dei 400 miliardi è stata superata in quanto il GIIN riscontra un totale di attività finanziarie riconducibili al perimetro *impact* (*Asset Under Management, AUM*) pari a \$404 miliardi a fine 2019⁸⁵, tale numero è scaturito sulla base di un sondaggio a cui hanno risposto quasi trecento investitori quindi possiamo ragionevolmente affermare che i volumi raggiunti da questo mercato siano ancora maggiori (secondo l'ultima stima del GIIN al 2019, le dimensioni reali si aggirerebbero attorno ai 715 miliardi di Dollari).

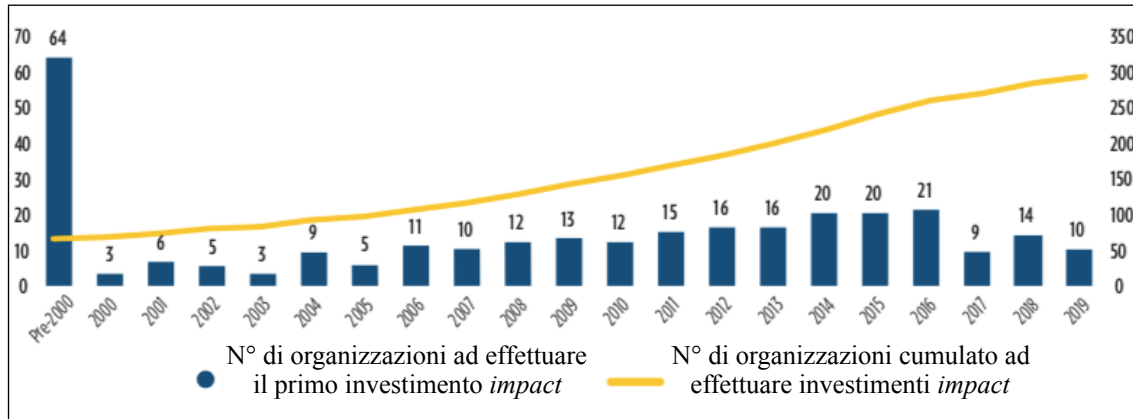
Figura 20: Numero investitori e totale AUM (2012-2019, dati in miliardi di \$)



⁸⁵ Hand D., Dietrich H., Sunderji S. e Nova N. (2020), *2020 Annual Impact Investor Survey*, Global Impact Investing Network.

Fonte: rielaborazione su dati J.P. Morgan e Global Impact Investing Network.

Figura 21: Anno del primo investimento ad impatto sociale



Fonte: Hand, Dietrich, Sunderji e Nova, 2020

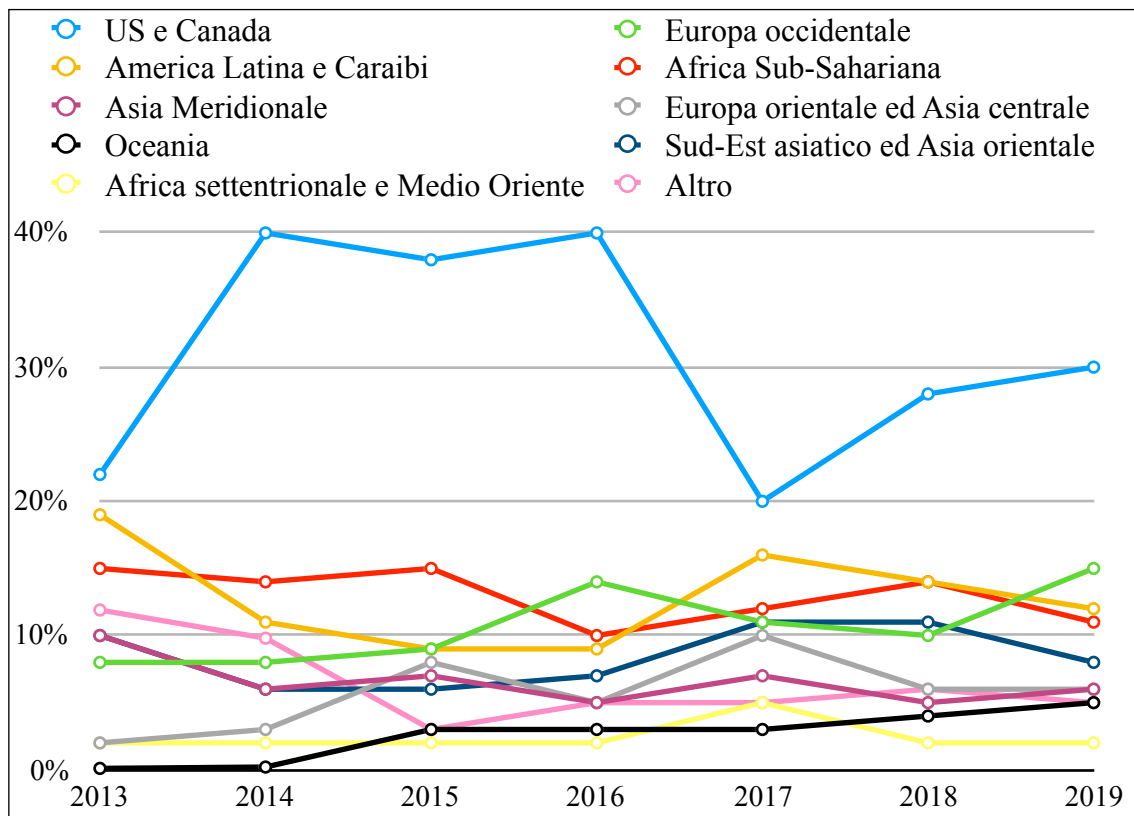
Negli otto anni si può notare, da un lato, la grande crescita nel numero di partecipanti al sondaggio (un duplice segnale positivo sia per il numero degli investitori che per il crescente interesse verso il mercato della finanza ad impatto sociale) il quale è più che triplicato e dall'altro anche il notevole aumento dei volumi dei portafogli *impact*. La crescita riportata dai sondaggi dal 2013 al 2020 (ciascuno si riferisce all'anno precedente) dimostra volumi più che decuplicati, con un tasso annuo di crescita composto (*Compound Annual Growth Rate*, CAGR) del 35,29%, con un raddoppio tra il 2016 ed il 2017. Dal punto di vista dei singoli investimenti la mediana⁸⁶ è passata dai 7 milioni di Dollari del 2011 ai 16 del 2019, con un picco di 17 milioni nel 2017.

Se guardiamo alla distribuzione geografica degli asset detenuti in portafoglio (Figura 22) notiamo come nei primi anni in cui sono stati svolti i sondaggi vi sia una buona percentuale di investimenti localizzati in aree ove sono presenti sacche di povertà importanti, testimoniando l'iniziale presenza massiccia di organizzazioni a

⁸⁶ In questo caso viene riportata la mediana in quanto più rappresentativa rispetto alla media data la presenza nel campione di soggetti anomali (*outliers*) per dimensioni (nel 2019 ad esempio il 45% delle attività finanziarie riportate era detenuto da solamente tre grandi organizzazioni) che contribuiscono ad una notevole divergenza tra i due valori, ad esempio nel 2017, anno in cui si è registrata la massima mediana, si è registrata una media di 168 milioni.

forte vocazione filantropica, come Africa Sub-Sahariana, America Latina e Caraibi, Asia meridionale e Sud-Est Asiatico (tutte queste partono da una percentuale uguale o superiore al 10% del totale), anche se c'è da precisare che quest'ultima area si trovava già in una fase di rapido abbattimento della povertà estrema (Figura 2). Dopodiché, probabilmente per l'ingresso successivo di soggetti provenienti dall'Europa Occidentale e dall'Australia, queste due aree geografiche hanno iniziato a guadagnare quote di mercato senza comunque spodestare gli Stati Uniti ed il Canada che mantengono saldamente la testa nell'allocazione geografica delle risorse.

Figura 22: Distribuzione geografica degli investimenti ad impatto sociale (2013-2019)



Fonte: rielaborazione su dati J.P. Morgan e Global Impact Investing Network.

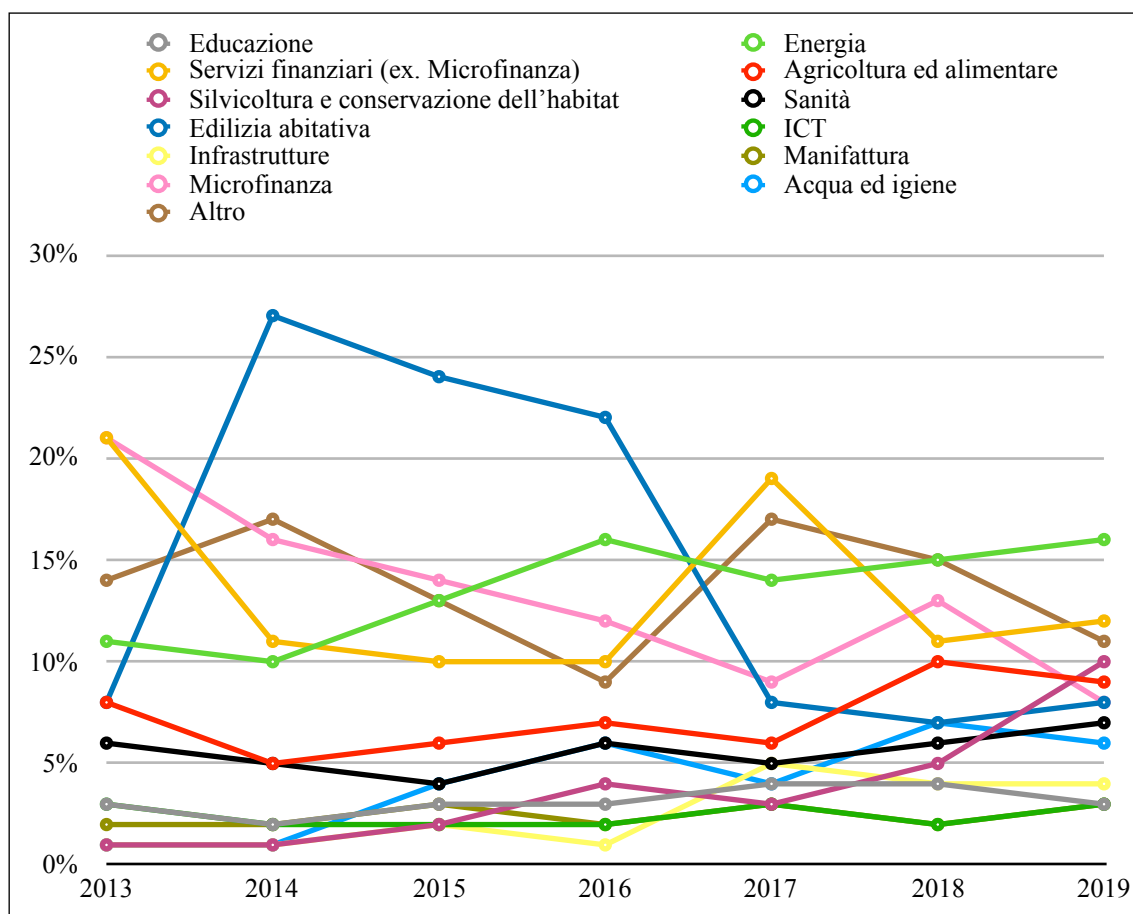
Altro spunto interessante che il sondaggio 2020 consegna è la pianificazione dei nuovi investimenti, infatti più della metà degli investitori è intenzionata, nel quinquennio 2020-2025, ad aumentare la propria esposizione verso i paesi del Sud-Est asiatico e

dell’Africa Sub-Sahariana e per oltre il 40% essi manifestano la volontà di investire maggiormente nell’Asia meridionale e nell’America Latina. Ancora molto distante risulta l’area dell’Africa settentrionale ed il Medio Oriente, solo il 2% delle risorse investite arrivano ogni anno in questo territorio, territori spesso caratterizzati da forti tensioni sfociate anche in conflitti armati come sta accadendo o è recentemente accaduto in Yemen, in Libia, in Siria e nel Sahel⁸⁷.

Andando ad analizzare l’allocazione settoriale delle risorse tra il 2013 ed il 2019 (Figura 23) possiamo notare un’alquanto equa diversificazione tra i vari settori interessati da tematiche in campo sociale ed ambientale, l’unico che sembra mostrare valori anomali risulta essere il settore dell’edilizia abitativa (*housing*) il quale tra il 2014 ed il 2016 occupa abbondantemente oltre il 20% delle risorse impiegate nel mercato. Questo può essere spiegato dalla presenza in quei tre sondaggi della presenza di *outliers* che hanno contribuito a far schizzare verso l’alto gli investimenti in questo campo, infatti il GIIN stesso afferma che esclusi quei soggetti anomali la percentuale tornerebbe a livelli intorno al 10%. I settori che, in media, costituiscono la maggioranza relativa della finanza ad impatto sociale sono l’energia (tema fondamentale nella lotta al cambiamento climatico) ed i servizi finanziari i quali, come precedentemente affrontato con il caso di Grameen Bank, possono risultare quali fattori critici per lo sviluppo di nuove attività sia ove il sistema economico risulta ancora arretrato, data la lontananza dalla frontiera tecnologica, ma anche per supportare persone, famiglie ed imprese localizzate nei paesi sviluppati in modo da poter generare maggiore reddito ed occupazione. Da evidenziare è assolutamente l’espansione dei settori riguardanti la conservazione degli habitat naturali e della gestione delle risorse idriche i quali hanno rispettivamente guadagnato nel periodo di riferimento nove e cinque punti percentuali, segnale di una sempre maggiore attenzione alle questioni ambientali.

⁸⁷ <https://acleddata.com/dashboard/#/dashboard>

Figura 23: Allocazione settoriale degli investimenti ad impatto sociale (2013-2019)⁸⁸



Fonte: rielaborazione su dati J.P. Morgan e Global Impact Investing Network.

Lo scoppio dell'epidemia globale da COVID-19, scoppiata in Cina nel dicembre 2019 con epicentro a Wuhan nella provincia dell'Hubei, ha influito particolarmente sulle prospettive future del mercato dell'*Impact Investing*. Lo si può evincere dal fatto che per il quinquennio 2020-2025 sono previsti nuovi ingressi e nuovi investimenti nel settore della sanità (il 51% degli investitori intervistati ha manifestato la volontà di incrementare gli investimenti in questo settore, mentre nel 2018 la percentuale si fermava al 40%) e dell'igiene/acqua (50% contro il 35% dell'anno precedente), con quest'ultimo che aveva già registrato il CAGR più alto tra i vari settori, dal 2015, in termini di risorse investite (+33%). Oltre a queste va segnalato che più della metà degli

⁸⁸ Con ICT si intendono le tecnologie di comunicazione ed informazione (*Information and Communication Technologies*).

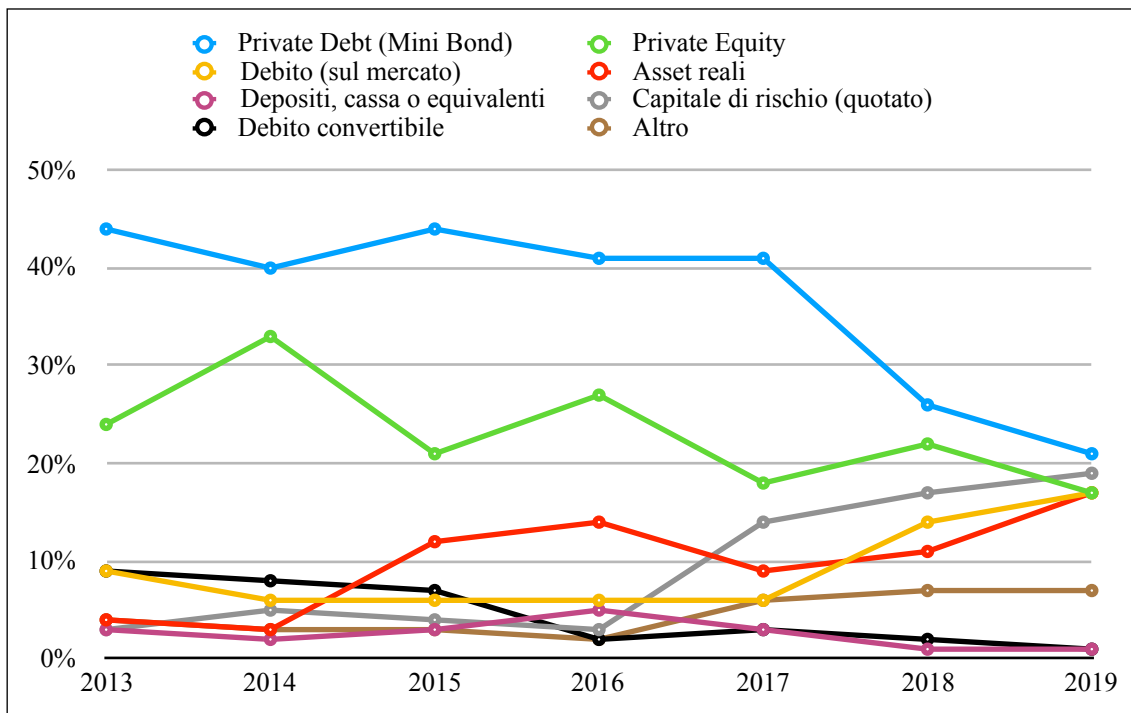
investitori è intenzionato ad aumentare propria esposizione nell'alimentare/agricoltura (54%) e nell'energia (53%), mentre il 48% degli intervistati ha previsto un'incremento nelle infrastrutture, nell'educazione e nell'edilizia abitativa.

A supportare il fatto dell'assenza della dicotomia tra rendimento ed impatto, l'ampia maggioranza degli investitori, per la maggior parte attraverso *asset* e *fund manager* dedicati per conto di fondi pensione, investitori *retail*, istituzioni finanziarie, compagnie assicurative, istituzioni finanziarie per lo sviluppo e *family offices*/HNWIs (questi ultimi in grande crescita anche se ancora molto piccoli per dimensioni), impiega risorse per ottenere rendimenti in linea a quelli di mercato, aggiustati per i rischi specifici dei vari investimenti. Tale percentuale si è storicamente attestata attorno al 60% del campione mentre il restante 40% si sostanzialmente diviso equamente in soggetti più conservativi, alla ricerca di rendimenti inferiori o simili a quello di mercato cercando oppure accontentandosi della preservazione del capitale.

Tali aspettative sono state convogliate nei primi anni di questi sondaggi per quasi la maggioranza in strumenti di *private debt* (caratterizzato in primis dall'utilizzo dei mini bond) e dal *private equity*. Tra il 2015 ed il 2017 tuttavia si può notare (Figura 24) come questi due strumenti perdano progressivamente peso all'interno del mercato (in particolare il *private debt*) a favore del capitale di rischio scambiato sui mercati, a testimonianza dell'attenzione maggiore alle dinamiche socio-ambientali da parte delle società quotate, degli strumenti di debito quotati (ad esempio i *Green Bonds*) e degli asset reali (principalmente investimenti immobiliari ed in infrastrutture). Da notare anche da un lato il calo degli strumenti di debito convertibile che sono passati dal 9% del totale all'1% e la crescita degli altri strumenti, tra i quali i *payment-by-result* (come i *Social Impact Bonds*) che nel 2019 hanno raggiunto il 7% del totale.

L'allocazione, geografica e settoriale, delle risorse e la scelta degli strumenti finanziari attuati dai vari investitori ha permesso agli investitori *private* (quindi aventi a che fare con entità tendenzialmente più rischiose, di conseguire, nell'ultimo anno riportato i risultati presenti nella Tabella 6.

Figura 24: Strumenti d'investimento utilizzati nella finanza ad impatto (2013-2019)



Fonte: rielaborazione su dati J.P. Morgan e Global Impact Investing Network.

Tabella 6: Rendimento medio lordo da inizio attività

	Private equity (mercati sviluppati)	Private equity (mercati emergenti)	Private debt (mercati sviluppati)	Private debt (mercati emergenti)	Real assets (mercati sviluppati)	Real assets (mercati emergenti)
Intorno al rendimento di mercato	16%	18%	8%	10%	13%	8%
Al di sotto del rendimento di mercato	10%	11%	7%	8%	n/a	n/a

Fonte: Hand, Dietrich, Sunderji e Nova, 2020.

Chiaramente gli investimenti in *private equity* hanno generato un rendimento maggiore rispetto a quelli reali o sotto forma di debito in quanto maggiormente rischiosi.

Nel complesso comunque gli investitori hanno specificato che, per quanto riguarda la componente finanziaria, i rendimenti ottenuti sono in linea o addirittura superano le

aspettative mentre per la componente di impatto socio-ambientale⁸⁹ la percentuale sale addirittura al 99% degli intervistati, un segnale molto importante per il futuro di questo mercato.

3.2 La situazione africana

Il continente africano si estende per oltre 30 milioni di km², composto da 54 stati e popolato per oltre 1,3 miliardi di persone, con un tasso di crescita della popolazione intorno al 2,5%⁹⁰ annuo negli ultimi vent'anni (più del doppio di quello mondiale). Negli anni pre-COVID ha registrato tassi di crescita del Prodotto Interno Lordo ad una media attorno al 5% annuo, accelerando fortemente rispetto agli anni '80 (+1,8%) e '90 (+2,6%) grazie al rafforzamento delle istituzioni, a politiche economiche rivolte all'attrazione di investimenti esteri e alla progressiva modernizzazione delle infrastrutture. Questo ha portato negli ultimi vent'anni all'abbassamento del 20% del tasso di povertà assoluta nell'Africa Sub-Sahariana, l'area storicamente più arretrata, l'aumento dell'aspettativa di vita di più di dieci anni (da 52,7 anni ad inizio millennio ai 63,4 del 2020, con proiezioni sempre più convergenti all'aspettativa di vita mondiale)⁹¹ ed il dimezzamento della mortalità infantile (dal 14,13% del 2000 al 6,8% del 2019)⁹².

Sebbene si stiano registrando dati economici e sociali sempre più incoraggianti riguardanti, il processo di sviluppo del continente africano è lungi dall'essere completo: il tasso di povertà estrema dell'Africa Sub-Sahariana resta ancora attorno al 40%⁹³ e lo

⁸⁹ Questa è stata misurata attraverso principalmente: gli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'ONU (SDGs), IRIS, IRIS+, GIIRS.

⁹⁰ https://ourworldindata.org/grapher/population-growth-rates?country=~OWID_WRL

⁹¹ https://ourworldindata.org/grapher/life-expectancy-at-birth-including-the-un-projections?time=2000..2099&country=OWID_WRL~Africa

⁹² <https://ourworldindata.org/grapher/child-mortality-around-the-world?time=2000..2019>

⁹³ Vedi Figura 2.

Human Development Index (HDI), nonostante una crescita superiore al 20% dal 1990, resta fermo a 0,547 contro lo 0,641 dell'Asia Meridionale e lo 0,705 degli stati arabi⁹⁴. Per far fronte a questi e ad altri numerosi problemi che interessano questo continente l'*African Union Commission* (AUC), in occasione del suo cinquantesimo anniversario, ha lanciato l'Agenda dell'Unione Africana 2063 (*African Union Agenda 2063*) con la quale si sono identificate le priorità da affrontare nei successivi cinquant'anni per le quali sono stati posti obiettivi ambiziosi, tra cui⁹⁵:

- Sradicamento della povertà assoluta entro il 2025 attraverso l'incremento della produttività, del reddito, delle competenze e con la creazione di nuovi posti di lavoro;
- Espansione dell'accesso dai primi anni d'infanzia all'istruzione primaria e secondaria (nel 2012 erano ancora 56 milioni i ragazzi tra i 15 ed i 24 anni a non aver ancora completato il ciclo d'istruzione primaria);
- Incremento della capacità di fornire adeguati livelli di prestazioni sanitarie e maggiore accesso all'acqua potabile (nel 2015 quasi 800 milioni di africani non avevano accesso ad adeguati servizi sanitari e 300 milioni di essi non avevano la possibilità di usufruire di acqua pulita⁹⁶, con gravi effetti sulla loro salute e sulla qualità della vita);
- Modernizzazione delle tecniche agricole e delle attività d'impresa agro-alimentare, con incentivi per iniziative femminili, per estrarre maggiore valore aggiunto ed incrementare la produttività in modo tale da sconfiggere la fame e l'insicurezza alimentare (nel 2015 un africano su cinque versava in condizioni di malnutrizione);

⁹⁴ <http://hdr.undp.org/en/content/download-data>

⁹⁵ United Nations Development Programme (2014), *Impact Investing in Africa – Trends, Constraints and Opportunities*, United Nations Development Programme.

⁹⁶ United Nations Development Programme (2015), *Impact Investment in Africa – Trends, Constraints & Opportunities*, United Nations Development Programme.

- Creare una rete energetica efficiente e moderna in grado di portare energia in tutte le abitazioni, imprese ed istituzioni (al 2016 sono ancora circa 590 milioni gli africani senza l'accesso all'energia elettrica)⁹⁷;
- Sviluppo di banche ed altre istituzioni finanziarie per sostenere le varie economie assieme alla Banca Africana degli Investimenti (*African Investment Bank*);

Molte delle priorità stabilite dall'AUC corrispondono anche con gli obiettivi degli investitori ed imprenditori *impact*.

Per poter quindi meglio identificare l'andamento del mercato africano dell'*Impact Investing* verranno utilizzati dei report da parte del GIIN focalizzati sulle regioni maggiormente attrattivi di capitali *impact*, nello specifico: la regione meridionale, quella occidentale e quella orientale.

3.2.1 Africa Orientale

Questa regione è costituita da più di undici paesi: Kenya, Uganda, Tanzania, Etiopia, Ruanda, Burundi, Sudan, Gibuti, Eritrea, and Somalia e lo stato più giovane del mondo, il Sud Sudan. Ogni nazione possiede differenti contesti politici, regolatori, culturali e diverse opportunità d'investimento. Dal 2000 il Prodotto Interno Lordo di questa regione è cresciuto con un CAGR pari al 9,6%, trainata in particolare da Kenya (+10,8% annuo) ed Etiopia (+13,7%)⁹⁸. La contribuzione al PIL proviene storicamente dal settore agricolo, che ne costituisce circa il 50% e il 30% dell'occupazione, anche se il Kenya ha sviluppato una forte rete di servizi che contribuisce a più di metà del reddito nazionale.

La crescita del PIL ha contribuito all'attrazione di capitali esteri (dal 2004 al 2013 sono arrivati più di 20 mld di risorse estere) principalmente impiegati nella ricerca ed

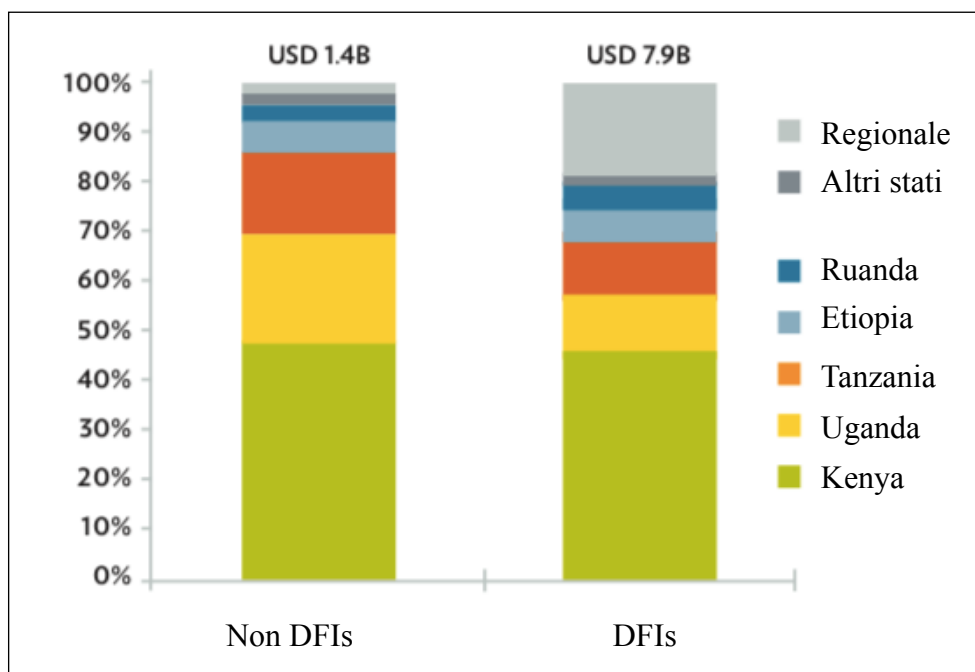
⁹⁷ <https://ourworldindata.org/grapher/number-without-electricity-by-region>

⁹⁸ <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?contextual=default&locations=ET-RW-BI-SO-ER-KE-SD-SS-TZ-UG-DJ>

estrazione dei combustibili fossili (Sudan e Tanzania infatti sono stati i paesi che hanno attratto maggiori risorse, ma con la nuova scoperta di giacimenti in Kenya ed Uganda essi potrebbero guadagnare terreno).

Al 2015 secondo il GIIN⁹⁹ ed *Open Capital Advisors* più di 9,3 miliardi di Dollari, di cui circa quattro e mezzo nel solo periodo 2011-2014, sono stati investiti nei paesi di cui sopra da parte di istituzioni finanziarie per lo sviluppo (DFIs), per quasi l'85% del totale, ed altri investitori *impact* direttamente in più di mille progetti¹⁰⁰.

Figura 25: Distribuzione dei capitali *impact* per paese



Fonte: Bouri *et al.*, 2015

Tra le due vi sono delle differenze sostanziali: le DFIs si concentrano su progetti di maggiori dimensioni e in attività maggiormente sviluppate, dove il 50%

⁹⁹ Bouri A., Mudaliar A., Schiff H., Gustavson L., Roberts A., Loew R. e Desai N. (2015), *The Landscape for Impact Investing in East Africa*, Global Impact Investing Network e Open Capital Advisors.

¹⁰⁰ Non per tutti questi territori purtroppo si è stati in grado di avere evidenza di tracce di investimenti ad impatto, come in Eritrea e Somalia, mentre in altri si sono registrate solamente attività marginali (Burundi, Sudan, Sud Sudan e Gibuti).

dell'ammontare investito è costituito da progetti singolarmente superiori ai \$50 mln (con una media di \$18 mln, mentre la concentrazione numerica maggiore si ha tra 1 e 5 milioni di USD, 34%), mentre per gli altri investitori circa il 50% delle risorse sono impiegate in progetti al di sopra dei \$5 mln (con una media di circa \$2,25 mln ed una concentrazione maggiore di progetti anch'essa tra 1 e 5 milioni di USD, 41%).

Le due tipologie di investitori vedono differenze anche nell'allocazione settoriale delle risorse, infatti per le DFI quasi il 40% viene investito per la fornitura di servizi finanziari, il 25% in energia ed il 10% in infrastrutture. Anche per le altre istituzioni il focus è concentrato sui servizi finanziari che, assieme all'agricoltura, costituiscono la metà delle risorse impiegate. Da evidenziare anche i settori dell'edilizia abitativa e quello della sanità i quali hanno avuto particolare interesse da parte di questi investitori.

Per quanto concerne gli strumenti d'investimento, anche qui si vedono delle differenze sostanziali tra DFI e gli altri investitori. Se da un lato, date le grandi dimensioni dei progetti finanziati, quasi il 70% delle risorse impiegate dalle istituzioni finanziarie per lo sviluppo è convogliata in strumenti di debito ed il 12% sotto forma di garanzie, dall'altro per gli altri investitori, i quali fronteggiano progetti di dimensioni molto minori ed hanno a che fare con realtà economiche con molta meno esperienza rispetto alle DFI, la maggioranza degli investimenti viene effettuata con forme non ben identificate e l'utilizzo del debito viene più che doppiato da quello del capitale di rischio.

Tabella 7: Strumenti, settori e investitori *impact* per dimensione d'investimento

Dimensione investimento (\$)	Strumento finanziario	Settori	Investitori
< 500K	Debito, Debito convertibile	ICT, Agricoltura, Sanità, Energia	Venture Capital e Fondi di piccole dimensioni con target imprese precoci

Dimensione investimento (\$)	Strumento finanziario	Settori	Investitori
500K - 1 mln	Capitale di rischio, Debito, Quasi-equity, Debito convertibile	Servizi finanziari, Agricoltura, Sanità, Energia	Fondi di Private Equity, Venture Capital e Fondazioni con target imprese con maggiore esperienza
1 - 5 mln	Capitale di rischio, Debito, Quasi-equity, Debito convertibile	Servizi finanziari, Agricoltura, Sanità, Energia	Fondi <i>impact</i> di maggiori dimensioni e Fondazioni
5 - 10 mln	Capitale di rischio, Debito, Quasi-equity, Garanzie	Servizi finanziari, Energia	DFIs nazionali di piccole dimensioni e grandi Fondi Impact
10 -50 mln	Capitale di rischio, Debito, Quasi-equity, Garanzie	Servizi finanziari, Manifattura, Infrastrutture	DFIs nazionali e regionali
> 50 mln	Debito, Garanzie	Servizi finanziari, Energia, Infrastrutture	DFIs nazionali e regionali/ internazionali

Fonte: Bouri *et al.*, 2015

Come si è potuto vedere dalla Figura 25, la nazione che più è riuscita ad implementare ed attrarre investimenti ad impatto sociale è stato il Kenya considerato, grazie alla sua capitale Nairobi, come la capitale economica e finanziaria dell'intera regione grazie anche alla presenza di una borsa, la *Nairobi Stock Exchange* la quale ha lanciato la *Growth Enterprise Market Segment (GEMS)*, un segmento dedicato al finanziamento di piccole medie imprese alle quali si è progressivamente avvicinato il sistema bancario nazionale. Tutto ciò è stato possibile anche grazie alla stabilità politica e sociale ottenuta al placarsi delle drammatiche violenze scoppiate a seguito delle elezioni del 2007-2008, ad un tasso d'inflazione sotto controllo (negli ultimi sette anni l'inflazione è restata quasi sempre al di sotto della doppia cifra) e ad una politica economica favorevole all'ingresso di capitali esteri all'interno delle aziende locali, ponendo limiti solo per settori specifici (come le telecomunicazioni l'estrattivo). Vi

sono comunque delle preoccupazioni sulla tenuta dello Scellino keniota, la quale ha perso dal 2009 circa metà del potere d'acquisto rispetto al Dollaro¹⁰¹.

Come per l'intera regione, i DFIs costituiscono la stragrande maggioranza del mercato dell'*Impact Investing* del paese (circa l'85% del totale) focalizzandosi principalmente nel settore energetico (circa \$1,4 miliardi) e nei servizi finanziari (circa \$1,1 miliardi), mentre la parte di investitori che costituisce il 15% del mercato si è focalizzata storicamente su: servizi finanziari, costruzione di abitazioni, agricoltura e altre attività non ben identificate.

Nella sola Nairobi sono presenti più di trenta organizzazioni dedicate al supporto di investimenti *impact* tra i quali: incubatori/acceleratori, società di consulenza e reti di investitori, i quali stanno sempre più espandendo il raggio degli investimenti nelle città periferiche e nei paesi circostanti, in particolare Uganda e Tanzania.

Gli incubatori/acceleratori sono i più presenti numericamente nel mercato, come ad esempio *Kenya Feed the Future Innovation Engine* che ha permesso al settore privato di investire più di \$8 milioni specialmente nel settore agro-alimentare¹⁰².

Le principali società di consulenza operanti sono cinque: Open Capital, I-DEV, GVEP International, Dalberg e BicCorps mentre VC4Africa, Genesis Consult e Africa Angels Network costituiscono le reti di investitori attive nel territorio. Dalberg ad esempio ha contribuito al finanziamento del progetto *Safe Hands Kenya* (SHK)¹⁰³ per aumentare la produzione di sapone/detergenti (87 tonnellate) e di mascherine (circa 500.000 al giorno) da distribuire nei luoghi più affollati di Nairobi in risposta alla diffusione del Sars-Cov-2.

¹⁰¹ Whitehouse D., *Kenya's shilling management is flirting with disaster*, The Africa Report, 22/05/2019.

¹⁰² https://usaidlearninglab.org/sites/default/files/resource/files/usaidd_kenya_feed_fut_innov_eng_2-pager_final_7-30-18_508.pdf

¹⁰³ <https://dalberg.com/our-ideas/bringing-rapid-mass-sanitation-to-kenya-as-a-first-line-of-defense-against-covid-19/>

Un altro paese in particolare crescita è il piccolo Ruanda il quale con l'avvento del nuovo millennio ha visto un considerevole miglioramento delle condizioni economico-sociali (il PIL pro-capite è quadruplicato nell'ultimo ventennio) nonostante pochi anni prima avvenne di una delle più grandi tragedie della storia contemporanea, il genocidio del Ruanda del 1994 dove in circa cento giorni tra gli 800 mila e il milione di Tutsi vennero sterminati ad opera degli Hutu¹⁰⁴, un'efferato sterminio a colpi d'arma da fuoco, machete e bastoni chiodati.

L'espansione economica è stata permessa grazie a notevoli incrementi della popolazione e della produttività (tra il 2000 ed il 2012 la Produttività Totale dei Fattori è cresciuta ad un tasso annuo superiore al 3%) con effetti positivi in particolare nei settori delle telecomunicazioni, del turismo e dell'agricoltura. Secondo la Banca Mondiale il Rwanda si posiziona al 38esimo posto nella classifica dei paesi in cui è più facile fare impresa, sopra a paesi molto più sviluppati come il Belgio e l'Italia¹⁰⁵.

Al 2015 in Ruanda sono stati investiti più di \$400 milioni di USD per quasi il 90% da parte di istituzioni finanziarie per lo sviluppo, le quali si sono focalizzate principalmente in: energia, infrastrutture, servizi finanziari e manifattura.

Essendo una nazione molto piccola anche il numero di organizzazioni attive a supporto di investimenti *impact* è alquanto contenuto (una decina), principalmente localizzate nella capitale Kigali.

3.2.2 Africa Occidentale

La regione dell'Africa Occidentale è composta essenzialmente da quindici paesi, tutti appartenenti Comunità economica degli Stati dell'Africa occidentale (ECOWAS), un'unione nata con il Trattato di Lagos del 1975 per favorire l'integrazione economica tra i vari paesi poi rafforzatasi anche con la firma di protocolli di non aggressione reciproca e mutua assistenza difensiva, i quali si dividono in due gruppi:

¹⁰⁴ https://it.wikipedia.org/wiki/Genocidio_del_Ruanda

¹⁰⁵ <https://www.doingbusiness.org/en/rankings>

- I paesi appartenenti all'Unione Monetaria ed Economica dell'Africa Occidentale (Senegal, Benin, Burkina Faso, Costa d'Avorio, Mali, Niger, Senegal e Togo) o UEMOA, i quali condividono la valuta del Franco CFA a regime di cambio fisso con l'Euro, la cui convertibilità viene garantita dalla Banca di Francia;
- I paesi appartenenti alla Zona Monetaria dell'Africa Occidentale (Gambia, Ghana, Guinea, Liberia, Nigeria, Sierra Leone e Burkina Faso) o WAMZ, i quali stanno pianificando l'entrata in vigore di una moneta comune, L'Eco.

L'unico paese appartenente all'ECOWAS ad avere scelto di non entrare in queste due unioni monetarie è Capo Verde.

Questa regione contiene differenze profonde, interne ed esterne, tra i vari paesi dal punto di vista linguistico (i paesi appartenenti all'UEMOA sono principalmente francofoni mentre quelli appartenenti al WAMZ sono anglofoni), religioso e culturale, provocando rischi politici e di sicurezza diversi da paese a paese. Se da un lato paesi come Senegal, Ghana, Benin, Burkina Faso, Capo Verde, Gambia e Togo hanno goduto di una sostanziale situazione di stabilità dal punto di vista politico lo stesso non si può dire per la Liberia (con due guerre civili tra il 1989 ed il 2003 che causarono più di 800.000 vittime), la Sierra Leone (la guerra civile si concluse solamente nel 2002 dopo l'intervento delle truppe britanniche a supporto dei caschi blu dell'ONU e del fragile governo in carica¹⁰⁶) e la Costa d'Avorio (con due guerre civili tra il 2002 ed il 2012, iniziate con il tentativo di golpe nei confronti dell'allora presidente Laurent Gbagbo e terminate con le elezioni 2010 per poi riaccendersi nel 2011 con lo scontro tra lo schieramento di Gbagbo e quello del presidente eletto Alassane Ouattara durante il quale sono state denunciate violazioni dei diritti umani da entrambe le parti¹⁰⁷).

¹⁰⁶ https://it.wikipedia.org/wiki/Guerra_civile_in_Sierra_Leone

¹⁰⁷ <https://sicurezzainternazionale.luiss.it/2020/01/02/costa-davorio-ex-leader-della-guerra-civile-condannato-20-anni-prigione/>

Ancora oggi purtroppo si registrano episodi di violenza dovuti al terrorismo di matrice islamica (come ad esempio Boko Haram nel nord della Nigeria) e di natura politica.

L’Africa Occidentale è stata teatro inoltre, principalmente il Liberia, Sierra Leone e Guinea, dello scoppio dell'epidemia di Ebola nel 2014 che ha causato più di 11 mila decessi e messo in evidenza l’arretratezza di certi territori dal punto di vista igienico-sanitario.

Dal punto di vista economico l’Africa Occidentale ha visto una decisa crescita del Prodotto Interno Lordo, registrando nel periodo 2000-2020 un CAGR del 9,6%¹⁰⁸, trainata dalla Nigeria che ne costituisce circa il 63%, dal Ghana (10%) e dalla Costa d’Avorio (9%). A differenza dell’Africa Orientale la maggior quota di PIL viene prodotta dal settore dei servizi, predominante in Nigeria (59%) e nella Costa d’Avorio (57%), con un picco del 76% a Capo Verde (nota meta turistica), lasciandosi alle spalle il settore agricolo che comunque nei paesi più arretrati, come Sierra Leone, Mali, Togo e Guinea Bissau, ne costituisce la maggioranza.

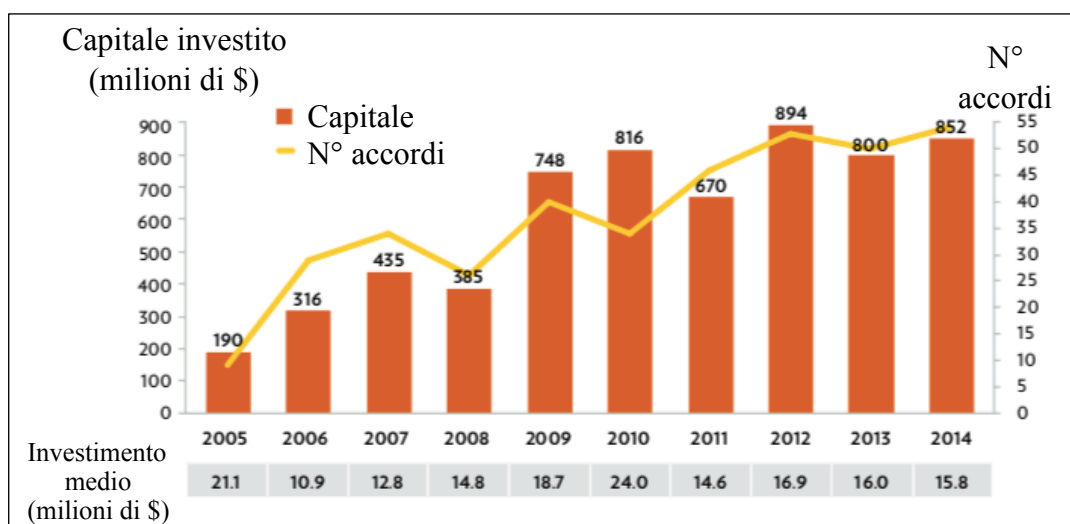
Guardando più nello specifico il settore dell’*Impact Investing*¹⁰⁹ al 2015, secondo il GIIN e Dalberg, risultavano 46 investitori ad impatto sociale operanti nella regione, di cui 14 DFIs, per un ammontare investito totale vicino ai sette miliardi di Dollari i quali per il 97% da parte delle istituzioni finanziarie per lo sviluppo a testimonianza di una scarsa partecipazione del settore privato.

Di questi investimenti, 4,8 miliardi, pari al 48% del totale collocato dalle DFIs, è proveniente da tre grandi istituzioni: l’*International Finance Corporation* (IFC), la *West African Development Bank* (WADB) e l’*African Development Bank*.

Figura 26: Investimenti diretti nell’Africa Occidentale da parte di DFIs (2005-2014)

¹⁰⁸ <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=CI-SN-BJ-TG-LR-SL-GN-GW-CV-NE-NG-GM-BF-ML-GH>

¹⁰⁹ Bouri A., Mudaliar A., Schiff H., Gustavson L. e Balloch S. (2015), *The Landscape for Impact Investing in West Africa: Understanding the current status, trends, opportunities, and challenges*, Global Impact Investing Network e Dalberg.



Fonte: Bouri *et al.*, 2015

Per quanto riguarda l'allocazione geografica delle risorse troviamo in testa la Nigeria con il 28,4% del totale seguita da Ghana (24,7%), Costa d'Avorio (13,4%) e Senegal (8,3%).

Guardando invece la distribuzione settoriale della finanza ad impatto dell'Africa Occidentale notiamo che per le DFIs la stragrande maggioranza delle risorse è destinata ai settori dell'energia, infrastrutture e manifattura che complessivamente coprono il 65% del totale degli investimenti.

Tabella 8: Distribuzione settoriale degli investimenti ad impatto (2005- luglio 2015)

Settore	Percentuale (DFI)
Energia	30,8%
Manifattura	20,9%
Infrastrutture	12,9%
Servizi Finanziari	9,1%
ICT	8,8%
Agricoltura	7,3%
Estrazione minerali	1,9%

Settore	Percentuale (DFI)
Turismo	1,7%
Educazione	1,2%
Acqua ed Igiene	1,2%
Sanità	0,8%
Altro	3,3%

Fonte: Bouri *et al.*, 2015

Potrebbe stupire il dato così basso sulla sanità, data la grave crisi epidemiologica avvenuta in alcuni paesi, ma va considerato che solamente dopo il luglio '15 sono arrivati aiuti da parte delle Nazioni Unite ai paesi maggiormente colpiti da Ebola per circa 3,8 miliardi di USD¹¹⁰.

Per quanto concerne la piccola fetta degli investitori diversi dalle DFIs la concentrazione maggiore si trova nella fornitura di servizi finanziari (circa il 50% del totale), con attenzione anche al settore agricolo e a quello abitativo.

Guardando la dimensione dei singoli investimenti, per le DFIs circa metà dell'ammontare totale è impiegato in progetti superiori ai \$50 milioni, mentre la concentrazione numerica maggiore la troviamo in quelli compresi tra 1 e 5 milioni di Dollari (25%), principalmente attraverso strumenti di debito (84%). Per gli altri investitori, di dimensioni ovviamente molto inferiori, la maggioranza delle risorse viene impiegata in progetti tra 1-5 milioni di USD, mentre numericamente il 72% del numero dei singoli progetti è composto da iniziative inferiori al milione. Anche loro hanno utilizzato prettamente strumenti di debito (60%) ma anche una quota rilevante di capitale di rischio (23%).

Costituendo il maggiore PIL del continente, la Nigeria ha visto attuare una profonda diversificazione della sua economia grazie alle iniziative prese dal governo (nel 2017

¹¹⁰ Nichols M., *Pledges of \$3.4 billion for Ebola recovery made at United Nations*, Reuters, 11/07/2015.

venne lanciato l'*Economic Recovery & Growth Plan* o ERGP per incrementare l'industrializzazione del paese) per uscire dalla dipendenza dall'esclusiva esportazione di greggio a seguito della recessione provocata dalla caduta del prezzo del petrolio nel 2016. La necessità di diversificazione nasce anche da uno dei tassi di crescita della popolazione maggiori al mondo, infatti dai circa 200 milioni di abitanti la proiezione al 2050 stima una crescita della popolazione sino a raggiungere i 733 milioni, superando di gran lunga gli Stati Uniti. Sono stati lanciati anche programmi per sostenere l'accesso al credito da parte dei contadini e dei piccoli proprietari terrieri e anche finanziamenti diretti con l'obiettivo di aumentare la produttività, integrare maggiormente le catene del valore, facilitare l'accesso ai mercati da parte delle imprese agricole e anche attrarre investimenti esteri. Grazie a queste misure il settore petrolifero si è progressivamente sgonfiato a favore di servizi (53% del PIL) e agricoltura (25%).

Le problematiche economiche però non sono ancora del tutto risolte, infatti il tasso d'interesse applicato dalla banca centrale resta solidamente oltre il 12%, quello dei prestiti attorno al 16%, da cui ne risulta una grossa difficoltà nell'erogazione di credito all'economia, e una moneta, la Naira, che tra il 2015 ed il 2016 si è svalutata di circa il 55%. Il paese inoltre, nonostante i progressi degli ultimi anni, resta particolarmente indietro nella classifica della facilità di fare impresa (131esimo posto¹¹¹).

Guardando nel dettaglio il mercato della finanza ad impatto¹¹², nonostante la difficoltà economica attraversata dal paese tra il 2016-2016, più di cinquanta nuovi investitori *impact* hanno deciso di impiegare le proprie risorse in progetti a scopo socio-ambientale in Nigeria, alcuni di questi provenienti dal mercato tradizionale con la volontà di essere maggiormente orientati a creare impatto positivo sulla società e sull'ambiente. All'interno del paese si contano una trentina di presenze territoriali tra

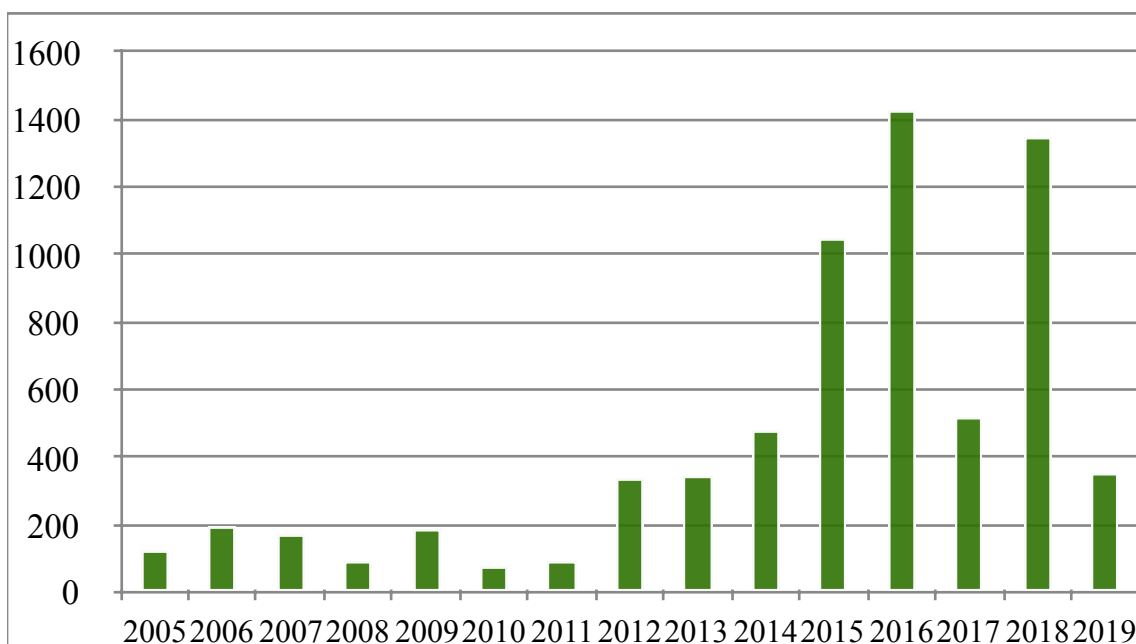
¹¹¹ <https://www.doingbusiness.org/en/rankings>

¹¹² Chukwuma I., Nwulu P., Mac-Ikemenjima D., Glover M., Osa-Oboh U. e Ike U. (2019), *Nigeria and Ghana Impact Investing and Policy Landscape*, Impact Investors Foundation e Dalberg.

DFIs e non DFIs principalmente localizzate nella metropoli di Lagos e nella capitale Abuja.

Secondo l'*Impact Investors Foundation* la dimensione del mercato dell'*Impact Investing* nigeriano ha raggiunto nel 2019 un ammontare di circa 4,7 miliardi di USD, con una crescita abbastanza lenta e movimentata fino al 2012-2013 per poi registrare un'impennata negli anni del rallentamento dell'economia (solo nel 2016 sono stati investiti \$1,4 miliardi nel mercato della finanza ad impatto) per poi registrare un andamento alquanto volatile.

Anche qui il mercato è abbondantemente dominato dalle istituzioni finanziarie per lo sviluppo, quasi l'85% delle risorse investite proviene da DFIs alcuni dei quali sono nati proprio in Nigeria come la Banca dell'Agricoltura (*Bank of Agriculture, BOA*) la quale fornisce sostegno finanziario sotto forma di credito o microcredito alle attività agricole della nazione per supportare qualsiasi attività compresa all'interno della catena del valore o la *Federal Mortgage Bank of Nigeria*, creata per fornire crediti a medio-lungo termine per l'acquisto di abitazioni o immobili¹¹³.



¹¹³ <https://www.fmbn.gov.ng>

Figura 27: Risorse *impact* investite in Nigeria, 2005-2019 (dati in milioni di USD)

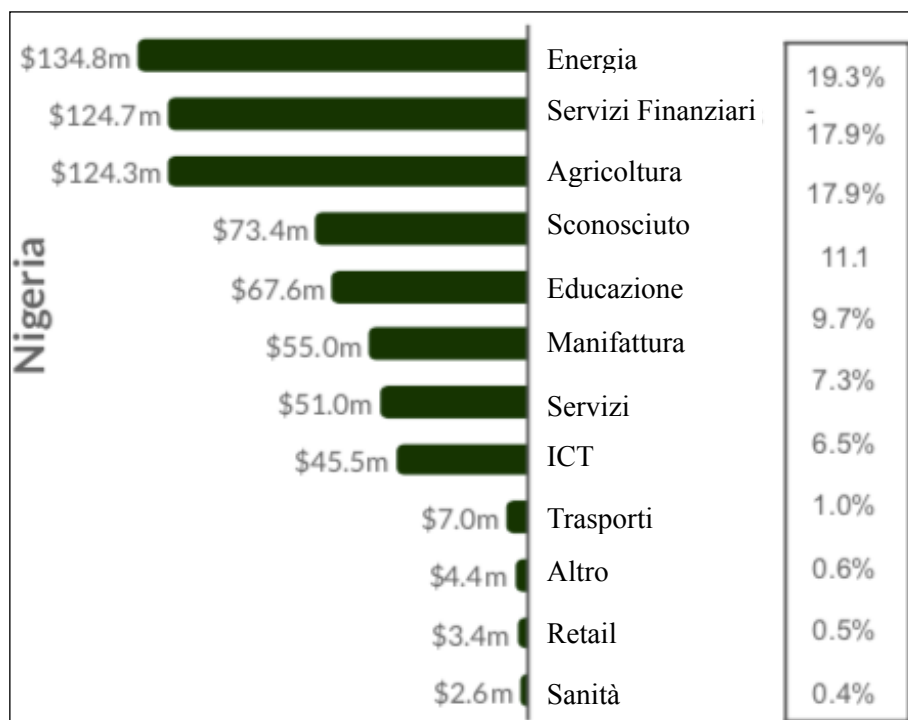
Fonte: Chukwuma *et al.*, 2019

Lo strumento quasi esclusivamente utilizzato da queste organizzazioni è il debito, con un investimento medio di circa \$63 milioni. Dalla distribuzione si nota come la maggior parte delle risorse venga utilizzata in progetti al di sopra di 50 milioni di Dollari, mentre il maggior numero di progetti cade nella fascia 20-50 milioni.

L’allocazione settoriale delle risorse segue principalmente la natura dell’economia del paese, infatti la maggioranza delle risorse viene assorbita dall’agricoltura, non per nulla la precedentemente citata Banca dell’Agricoltura risulta essere la DFI locale più grande, l’industria e le infrastrutture.

Per quanto concerne gli investitori non-DFI, le loro ridotte dimensioni permettono di piazzare il capitale su uno spettro maggiore di settori come mostrato dalla Figura 28.

Figura 28: Distribuzione settoriale degli investimenti da non-DFI (dati in milioni di \$)



Fonte: Chukwuma *et al.*, 2019

Anche per loro le risorse sono prevalentemente erogate sotto forma di capitale di debito, con una dimensione media pari a circa 2,5 milioni di Dollari, con la maggioranza del totale degli investimenti occupata da progetti con valore superiore ai 20 milioni di USD, mentre per quanto riguarda il numero dei singoli progetti essi si concentrano, per quasi l'ottanta per cento dei casi, al di sotto del milione di Dollari.

3.2.3 Africa Meridionale

L'area geografica in questione copre la superficie di dodici stati: Angola, Botswana, Lesotho, Madagascar, Malawi, Mauritius, Mozambico, Namibia, Sudafrica, Swaziland, Zambia e Zimbabwe, tutti appartenenti alla Comunità per lo Sviluppo dell'Africa Meridionale (*South African Development Community*) o SADC, a cui partecipano anche le Seychelles e la Repubblica Democratica del Congo, un'organizzazione volta al perseguimento della cooperazione politica e nella sicurezza e dell'integrazione socio-economica¹¹⁴. All'interno dell'area vi sono pure: l'Unione doganale dell'Africa meridionale (*Southern African Customs Union* o SACU), la più antica del mondo, a cui appartengono Sudafrica, Botswana, Lesotho e Swaziland e un'unione monetaria, la *Common Monetary Area* (CMA), composta da Sudafrica, Lesotho e Swaziland nei quali è permessa la libera circolazione del Rand sudafricano al quale sono agganciate a cambio fisso il Lilangeni dello Swaziland e il Loti lesothiano¹¹⁵.

L'Africa Meridionale negli ultimi vent'anni non ha visto una crescita del PIL, in aggregato, comparabile alle precedenti citate in quanto il principale paese, il Sudafrica, che costituisce più del 62% del reddito dell'intera area e funge da traino per l'intera

¹¹⁴ https://en.wikipedia.org/wiki/Southern_African_Development_Community

¹¹⁵ https://en.wikipedia.org/wiki/Common_Monetary_Area

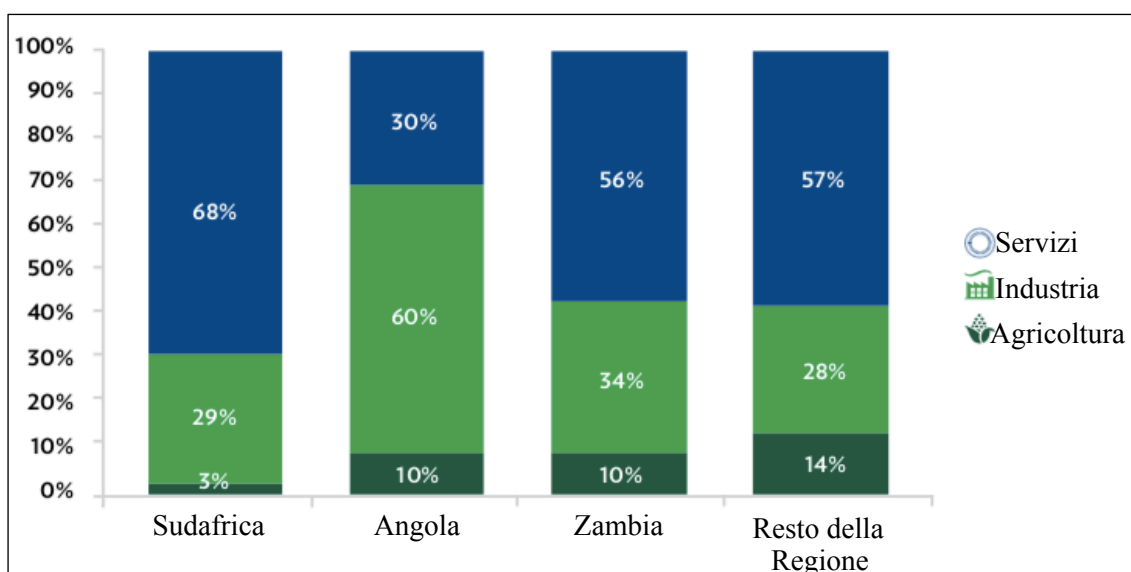
regione, ha registrato un CAGR nell'ordine del 4%. Più brillanti si sono dimostrati Angola (+10%), Malawi (+10,1%) e Zambia (+8,8%)¹¹⁶.

Diversamente dalle altre regioni affrontate l'agricoltura costituisce solo una piccola parte del Prodotto Interno Lordo della regione, trainato principalmente dal settore dei servizi sudafricano e dall'industria angolana. Percentuali robuste per l'agricoltura persistono in Namibia, Madagascar e Mozambico.

Dal punto di vista macroeconomico tutti gli stati appartenenti alla regione hanno dovuto subire due importanti fenomeni:

- Un tasso d'inflazione costantemente sopra il 5% annuo, con volatilità diverse da paese a paese (lo Zimbabwe è stato colpito da una fiammata iperinflazionistica culminata con un tasso annuo di crescita dei prezzi pari a 231milioni di punti percentuali);
- Un deprezzamento continuo delle valute locali (il Kwacha malawiano in dieci anni si è svalutato del 356% rispetto al dollaro e lo stesso Rand sudafricano si è deprezzato del 93%) che ha causato non poche problematiche per l'afflusso di capitali esteri a causa dell'incertezza sul valore della moneta.

Figura 29: Composizione settoriale del PIL dell'Africa Meridionale



¹¹⁶ <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2020&locations=ZA-LS-SZ-BW-MW-AO-MU-NA-MG-MZ-ZM-ZW&start=2000>

Fonte: Mudaliar *et al.*, 2016

Grosse differenze si trovano nella classifica sulla facilità di fare business, se da una parte spicca il 13esimo posto delle Mauritius, dall'altro abbiamo un Sudafrica che negli ultimi sei anni ha perso una quarantina di posizioni (84esimo), appena davanti a Zambia e Botswana (85 e 87 rispettivamente), e l'Angola al 177esimo posto (una delle nazioni in cui è più difficile nel fare impresa).

Guardando nello specifico il settore dell'*Impact Investing* la grande maggioranza delle risorse viene impiegata in Sudafrica¹¹⁷, anche grazie alla presenza di numerose istituzioni finanziarie per lo sviluppo nazionali. In aggregato l'intera regione ha raccolto, al 2015, circa 47,3 miliardi di Dollari in investimenti ad impatto sociale, il 53% dei quali proveniente da DFIs sudafricane, il 35% da DFIs internazionali e il 12% da altri investitori. Delle istituzioni finanziarie per lo sviluppo la maggioranza delle risorse è investita in Sudafrica (58%), Zambia (10%) e Mozambico (8%) con l'ampia maggioranza dei capitali investiti in progetti superiori ai \$50 milioni (i singoli progetti sono equamente distribuiti tra le fasce 1-5, 5-10, 10-20 e 20-50 milioni), mentre per quanto concerne i non-DFIs la situazione è ancora più pronunciata in favore del Sudafrica che assorbe capitali per circa l'85%, la quasi totalità delle risorse impiegata in progetti superiori ai 10 milioni di USD (vi è qui una sostanziale differenza rispetto agli altri casi in quanto è pur vero che la maggioranza dei singoli progetti cade al di sotto dei \$250.000 ma quelli superiori ai \$10 milioni sono numericamente molto diffusi).

Differenze sorgono nella tipologia di strumenti utilizzati infatti dal lato delle DFIs lo strumento principalmente utilizzato è il debito (data la maggiore dimensione media degli investimenti, vedi Tabella 7) mentre per gli altri investitori vi è un maggior uso,

¹¹⁷ Mudaliar A., Moynihan K., Bass R., Roberts A. e DeMarsh N. (2016), *The Landscape for Impact Investing in Southern Africa*, Global Impact Investing Network e Open Capital.

in termini di volumi, del capitale di rischio mentre nel numero dei progetti vi è sostanziale equilibrio.

Guardando l'allocazione settoriale delle risorse, per quanto riguarda i soggetti non-DFls la predominanza è occupata di servizi finanziari (33%), manifattura, edilizia abitativa ed energia (10-15% ciascuna), mentre per le istituzioni finanziarie per lo sviluppo il 33% degli investimenti è collocato nel settore energetico, il 21% nei servizi finanziari e circa il 16% diviso equamente tra risorse idriche/igieniche ed agricoltura.

Negli anni successivi alla chiusura della vergognosa pagina di storia dell'Apartheid¹¹⁸ e l'ingresso nel nuovo millennio l'economia sudafricana ha registrato una vera e propria impennata, con il Prodotto Interno Lordo più che triplicato tra il 2002 ed il 2011. Dopodiché è seguito un forte rallentamento dovuto al calo della domanda estera (Europa e Cina su tutti), l'abbassamento dei prezzi delle materie prime di esportazione, frequenti mancanze di elettricità e disordini sociali da parte della classe lavoratrice (il Sudafrica infatti rappresenta uno dei paesi con la più ampia disuguaglianza del reddito con un indice di Gini al 2014 pari a 63¹¹⁹).

Guardando la composizione settoriale del reddito prodotto, il Sudafrica si avvicina molto alle economie più moderne infatti l'agricoltura costituisce solamente il 2,4% del PIL, mentre l'industria supera il 25% e il settore dei servizi si attesta oltre il 61%¹²⁰.

L'economia sudafricana infatti può contare su un sistema finanziario relativamente avanzato, comunque on ancora ai livelli occidentali, nonostante le difficoltà dovute alla progressiva svalutazione del Rand e ad alcuni picchi d'inflazione oltre la doppia cifra che hanno costretto la Banca Centrale del Sudafrica (SABC) a tenere i tassi d'interesse oltre il 7% fino al 2020, con effetti negativi sul mercato del credito. Il sistema

¹¹⁸ Un sistema legislativo basato su politiche segregazioniste nei confronti dei cittadini non bianchi, abbattuto tra il 1991 ed il 1994, anno dell'approvazione della nuova Costituzione, dall'allora presidente Frederik Willem De Klerk e da Nelson Mandela (liberato nel 1990 dopo trent'anni di carcere).

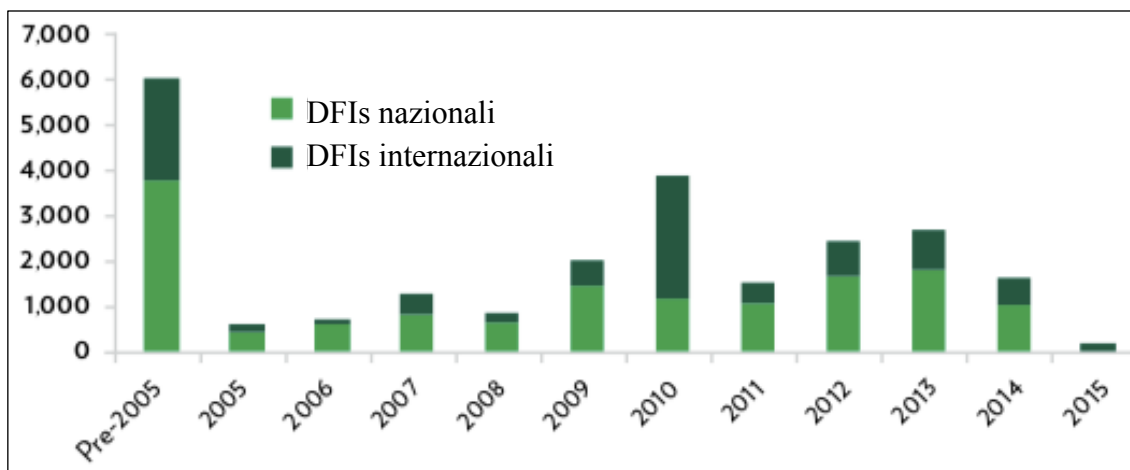
¹¹⁹ <https://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI?locations=ZA>

¹²⁰ <https://www.statista.com/statistics/371233/south-africa-gdp-distribution-across-economic-sectors/>

finanziario del paese può anche godere di una borsa più grande del continente, la *Johannesburg Stock Exchange* (JSE) nella quale sono quotate più di 470 società per una capitalizzazione di 182 miliardi di Dollari.

Costituendo quasi tre quarti del mercato, il Sudafrica risulta il più grande destinatario di risorse *impact* della regione, sempre per la maggior parte investite da DFIs (circa 24 miliardi di USD, l'83% del totale ed il 96% dei progetti implementati). Una differenza sostanziale con i precedenti territori affrontati risulta la distribuzione degli investimenti da parte delle DFIs, infatti troviamo che la maggioranza relativa del capitale è occupata da investimenti compresi tra 1-5 milioni di USD i quali costituiscono anche, assieme a quelli inferiori al milione di Dollari, oltre il 90% del numero totale di progetti implementati. Questo si può spiegare dal fatto che nel paese sono presenti numerose istituzioni finanziarie per lo sviluppo nazionali le quali sono in grado di incorporare all'interno della loro strategia di investimento progetti più piccoli (per un totale di circa \$14,4 mld) a differenza dei DFIs internazionali. Alcuni esempi di queste entità nazionali sono: l'*Industrial Development Corporation* (IDC), dedicata al finanziamento di progetti ad alta intensità di lavoro e ad alto impatto (principalmente infrastrutture, settore estrattivo e minerario), la *Development Bank of South Africa* (DBSA), creata con lo scopo di accelerare lo sviluppo economico del paese focalizzandosi sulla costruzione di "infrastrutture sociali" ed il *National Empowerment Fund* (NEF) il quale è deputato al supporto finanziario ad attività imprenditoriali lanciate da imprenditori di colore, sfruttando gli incentivi forniti dal *Broad-Based Black Economic Empowerment* (BBBEE Act), un pacchetto di risorse messe a disposizione dal governo per aumentare la partecipazione economica dei sudafricani di colore.

Figura 30: Totale investimenti da parte di DFIs internazionali e locali (dati in \$ milioni)



Fonte: Mudaliar *et al.*, 2016

Per quanto concerne l’allocazione settoriale delle risorse vi sono si notano delle scelte differenti tra DFIs e non-DFIs, i primi concentrano la maggior parte delle risorse in servizi finanziari ed agricoltura (DFIs internazionali), settore estrattivo e manifatturiero (DFIs nazionali) ed energia, quest’ultimo risulta essere il principale settore d’impiego di risorse *impact*. I secondi invece, oltre ai servizi finanziari, manifattura ed energia, pongono maggiore attenzione verso agricoltura ed edilizia abitativa.

3.3 Uno sguardo in oriente

Il continente asiatico, il più esteso del pianeta con una superficie superiore ai 44 milioni di km² e maggiormente popolato (circa 4,46 miliardi di persone), ha vissuto nelle ultime due decadi un periodo di grande crescita economica. Le due principali aree, l’Asia Meridionale e l’Asia Orientale (comprendente anche il Sud-Est Asiatico), hanno fatto registrare tassi di crescita annuali (CAGR) rispettivamente del 9,6% e del 6,4%. Quasi tutte le economie nazionali hanno visto grandi progressi nella crescita del PIL, tra cui spiccano: Cina con un CAGR del 13,8%, India (10%), Indonesia (10,6%), Thailandia (8%) e Singapore (7,4%). L’unica nota stonata è registrata dall’economia giapponese la quale è rimasta sostanzialmente ferma da vent’anni e con problematiche

di natura demografica (il paese del Sol Levante è il paese con la percentuale più alta di over-65 e il secondo per età media, rispettivamente 26,3% e 46,9 anni) e anche economica, il paese infatti da più di trent'anni combatte contro la deflazione data la crescita dei prezzi da tempo ferma attorno allo zero.

La forza di questo continente si è basata sostanzialmente su:

- La grande ricchezza di risorse naturali come combustibili fossili, legname, pesce, riso, rame, argento e terre rare (queste ultime fondamentali nella produzione di superconduttori, magneti e fibre ottiche di cui l'Asia ne è il produttore mondiale *leader*);
- La grande attrattività di multinazionali straniere per produzioni massicce, specie nel settore della tecnologia, data l'abbondanza di manodopera, politiche fiscali di particolare favore per tenere basso il costo del lavoro e una rete infrastrutturale adatta a raccogliere produzioni su larga scala (strade, ferrovie, porti ed aeroporti);
- La grande crescita della produttività totale dei fattori, sintomo di un sistema d'istruzione/formazione di livello e di un costante progresso tecnologico;

Tali fenomeni hanno contribuito, oltre al rapido incremento del PIL pro-capite, alla più rapida scalata tra tutte le regioni mondiali nello *Human Development Index* (HDI) il quale negli ultimi quarant'anni è praticamente raddoppiato e al rapido abbattimento del tasso di povertà estrema (vedi Figura 2), ad esempio il Vietnam dal 52,3% del 1993 è passato nel 2018 a registrare un tasso pari all'1,8% nel 2018¹²¹.

Tale rapido progresso in termini economici ha portato sicuramente grandi benefici alla popolazione ma al contempo sono sorte alcune problematiche, come la crescente disuguaglianza del reddito (il Coefficiente di Gini più basso si trova in Giappone con 64,4 contro la Corea del Sud a 67,6, la Cina a 70,4 e l'India a 82,3¹²², sopra quota ottanta è indicata una distribuzione del reddito alquanto diseguale) le cui principali

¹²¹ <https://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.DDAY?locations=VN>

¹²² Shorrocks A., Davies J. e Lluberas R. (2021), *Global wealth report 2021*, Credit Suisse.

cause possono essere sintetizzate nel cambiamento tecnologico (creando disparità di salario tra persone più istruite e quelle meno istruite), nella globalizzazione e in riforme strutturali orientate verso una maggiore competizione di mercato (impattando inevitabilmente sulla crescita dei salari delle varie categorie lavorative)¹²³. Anche le disparità di reddito tra uomini e donne risulta essere abbastanza pronunciata con quest'ultime che percepiscono in media un salario compreso tra il 70 ed il 90% di quello maschile¹²⁴. Inoltre persistono ancora grandi disparità nell'accesso alle risorse (sono ancora presenti nel continente delle sacche di povertà estrema, gli ultimi dati a disposizione segnalano tassi di povertà estrema in India, Bangladesh e Nepal rispettivamente di 22,5%, 14,3% e 15%).

Ultima ma non meno importante è la questione climatica, infatti l'Asia emette annualmente circa il 55% dell'anidride carbonica mondiale di cui solamente Cina ed India contribuiscono per il 63% a livello continentale (assieme i due paesi inquinerebbero più della somma tra Nord-America e dell'Europa¹²⁵). Per combattere le eccessive emissioni il governo cinese, con l'annuncio da parte del presidente Xi Jinping, prevede il raggiungimento del picco di emissioni nel 2030 e la neutralità carbonica nel 2060.

Queste sono dunque le principali sfide da affrontare per gli attori del mercato dell'*Impact Investing* i quali devono fare i conti inoltre con la relativa gioventù del mercato asiatico, anche se in rapida ascesa.

3.3.1 Sud-Est Asiatico

¹²³ Kanbur R., Rhee T. e Zhuang J. (2014), "What drives Asia's rising inequality?", in Kanbur R., Rhee T. e Zhuang J., *Inequality in Asia and Pacific: Trends, Drivers and Policy Implications*, Asian Development Bank e Routledge.

¹²⁴ Kelly L., *Asia's Wealth Gap Is Among The Largest In The World: What Can Leaders Do To Fix It?*, Forbes, 02/02/2018.

¹²⁵ <https://ourworldindata.org/grapher/annual-co2-emissions-per-country?tab=table>

L'area geografica in questione comprende al suo interno dieci paesi: Brunei, Cambogia, Timor Est, Indonesia, Laos, Malesia, Filippine, Singapore, Thailandia e Vietnam.

Ciascuno di essi presenta differenze rispetto agli altri in termini di sviluppo economico, con alcuni paesi ancora molto dipendenti dal settore agricolo (grazie all'esportazione di prodotti come: zucchero, riso, caffè, tè e spezie ai quali si sono successivamente aggiunti l'olio di palma e la gomma) mentre in altri è prevalente l'industria o il settore dei servizi, e religione, con la coesistenza di Islam, Cristianesimo e Buddismo.

Nell'ultimo ventennio la regione ha visto crescere velocemente il proprio PIL, ad un tasso annuo (CAGR) di circa 8,2 punti percentuali, in particolare grazie a Indonesia (+9,7%, la nazione economicamente più rilevante con il suo 35,2% del PIL), Vietnam (+11,4%), Singapore (+6,5%) e Thailandia (+7,1%, la seconda economia della regione con una quota del 16,7%).

Storicamente però tale crescita non è sempre stata costante, nel 1997 infatti la regione e altri stati del continente asiatico attraversò una grande crisi finanziaria che ha portato le principali valute nazionali a deprezzarsi velocemente nei confronti del Dollaro, causando grandi fuoriuscite di capitali dai vari paesi (tra Indonesia, Malesia, Corea del Sud, Thailandia e Filippine il flusso netto di capitali privati passò da \$92,8 miliardi nel '94 ai \$12 miliardi nel '97¹²⁶) e l'intervento del Fondo Monetario Internazionale. Tale crisi però ha portato una ristrutturazione dei sistemi economici dei vari paesi, a sistemi di vigilanza sul sistema finanziario più efficaci (molti istituti finanziari di scarsa validità sono usciti dal mercato) e a favorire gli investimenti privati, anche quelli esteri. Tutto ciò assieme al supporto che i governi hanno fornito al settore privato, al posizionamento strategico all'interno delle catene mondiali del valore e ad una

¹²⁶ Bello W. (1999), "The Asian financial crisis: Causes, dynamics, prospects", in: *Journal of the Asia Pacific Economy*, pp. 33-55, Volume 4.

popolazione giovane e in ascesa ha permesso il boom economico citato ad inizio capitolo.

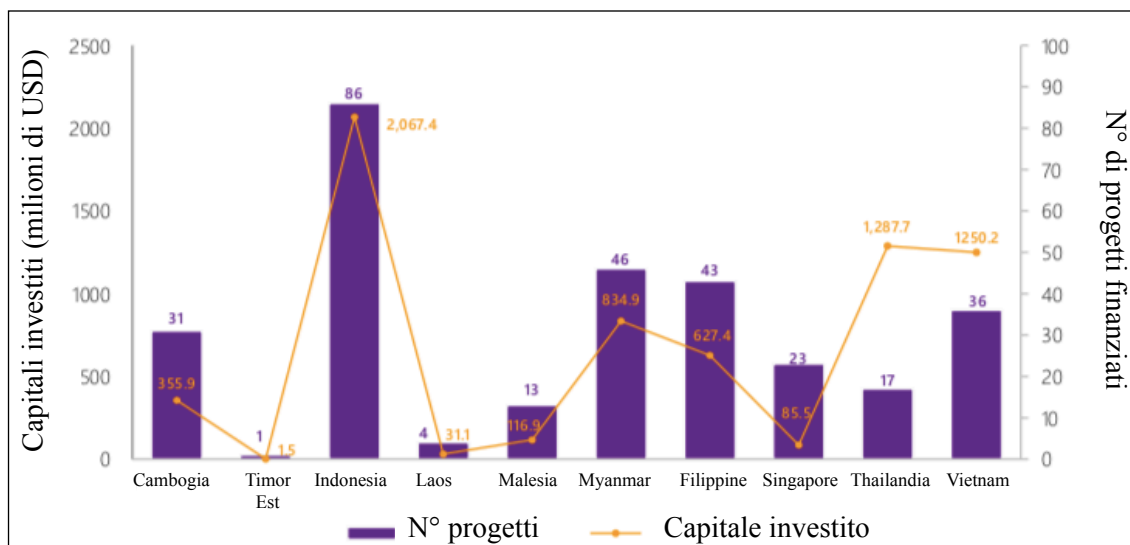
Nell'ultima decade il settore dell'*Impact Investing* ha visto uno sviluppo significativo in particolare tra il 2017 ed il 2019, infatti in questi tre anni i capitali *impact* investiti nella regione ammontano a circa 6,7 miliardi di Dollari contro gli 11,3 del periodo 2007-2016¹²⁷. I paesi che più sono stati in grado di attrarre questo tipo di investimenti sono stati: Indonesia (31%), Thailandia (19%) e Vietnam (19%).

Come nei casi africani, anche nel Sud-Est asiatico la grande prevalenza dei capitali viene fornita dalle nove istituzioni finanziarie per lo sviluppo attive nel territorio le quali contribuiscono per oltre il 92% generalmente attraverso strumenti di debito (quasi tre su quattro, anche se l'utilizzo di capitale di rischio sta progressivamente crescendo) seguendo abbastanza fedelmente l'allocazione geografica dell'intero mercato con un investimento medio di circa 44,2 milioni di USD (molto più alta rispetto alle medie precedenti) e una mediana da circa 15 milioni a testimonianza della presenza di investimenti di dimensioni molto pronunciate. Da sole la Banca Asiatica per lo Sviluppo (*Asian Development Bank*) o ADB ha contribuito negli ultimi tre anni con 2,9 miliardi di Dollari, mentre l'*International Finance Corporation* (IFC) è arrivata a 2,7.

Tali capitali sono concentrati principalmente in investimenti superiori ai \$100 milioni i quali, assieme a quelli compresi tra 50 e 100 milioni, compongono circa il 77% del totale delle risorse impiegate mentre il numero maggiore di progetti sono collocati nell'intervallo tra i 10 ed i 25 milioni di Dollari (oltre il 25% del totale).

Figura 31: Investimenti ad impatto e numero di progetti per paese (2017-2019), DFIs

¹²⁷ Prasad M., Gokhale A. e Agrawal N. (2020), *The Advance of Impact Investing in South East Asia (2020 Update)*, Australian Aid, Investing in Women e Intellectap.

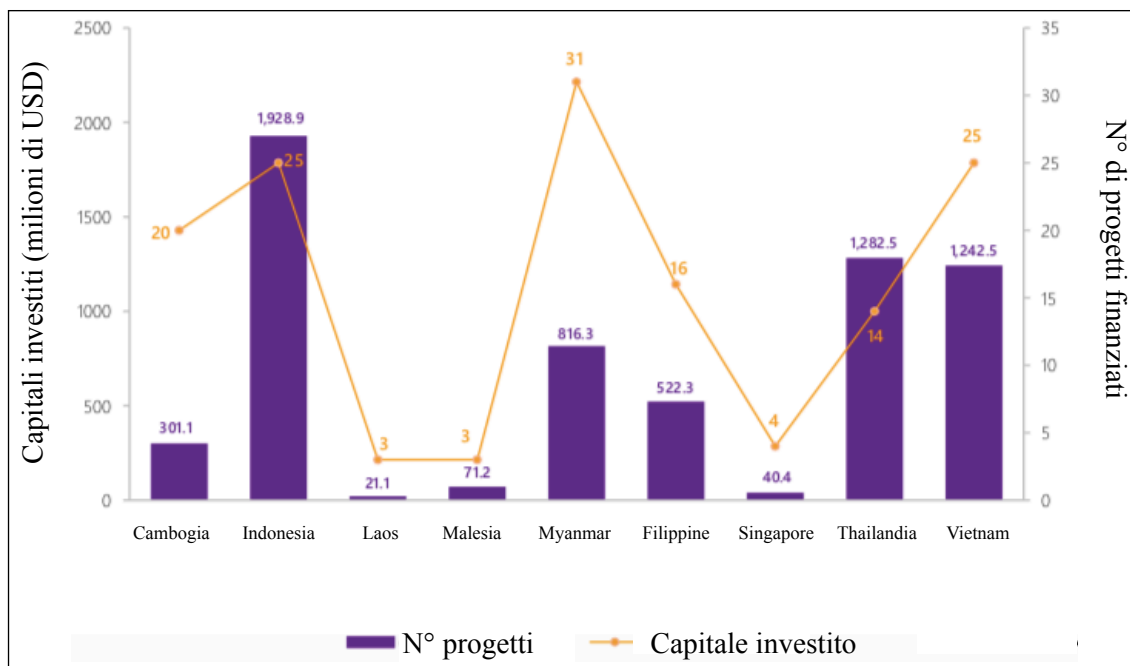


Fonte: Prasad, Gokhale e Agrawal, 2020

Per quanto concerne l’allocazione settoriale delle risorse, le DFIs si sono principalmente concentrate su due settori: energia (per la maggior parte verso la produzione di energia rinnovabile da fonti non solari in Thailandia ed in Indonesia) e servizi finanziari (principalmente in Cambogia attraverso microfinanza, assicurazioni e finanziamento di piccole-medie imprese) i quali si dividono equamente circa il 72% del totale delle risorse investite.

Gli investitori privati che costituiscono il restante 8% del mercato hanno contribuito tra il 2017 ed il 2019 con circa 430 milioni di Dollari (di cui 227,4 nel solo 2017), più della metà di quanto investito nel decennio precedente, con un investimento medio di circa 2,75 milioni. Dal punto di vista geografico il 32% è destinato all’Indonesia, che si conferma al vertice, mentre staccano di gran lunga le altre le Filippine a cui sono destinati il 24% dei fondi mentre il Vietnam, molto quotato dalle DFIs, raccoglie solamente l’1,7%.

Figura 32: Investimenti ad impatto e numero di progetti per paese (2017-2019), investitori privati



Fonte: Prasad, Gokhale e Agrawal, 2020

Guardando la distribuzione del capitale esso è principalmente collocato in progetti superiori al milione di Dollari, con circa il 50% del totale tra uno e 10 milioni, mentre la concentrazione maggiore di progetti si trova nelle fasce 0,1-0,5 e 1-5 milioni di USD. Circa l'85% di queste risorse è destinato al finanziamento (principalmente attraverso strumenti di capitale di rischio) del crescente numero di *start-ups* e/o piccole-medie imprese che nascono nel territorio.

Dal punto di vista settoriale i servizi finanziari ricevono quasi sul 50% dei capitali privati, 8 Dollari su 10 in istituzioni di microfinanza, mentre un 20% è diviso equamente tra agricoltura, energia, ICT e servizi. Interessante da notare come in quest'area siano particolarmente sviluppate piattaforme di finanziamento e assicurazione online, *crowdfunding* e pagamenti digitali i quali sono beneficiari di quali la metà delle risorse investite dai non-DFIs.

Da segnalare è la cosiddetta erogazione di prestiti verso attività dirette da donne o che producono beni e/o erogano servizi loro destinati, nell'ultimo biennio infatti sono stati

erogati più di 13 milioni di Dollari in questo senso a riprova della crescente consapevolezza e fiducia nelle capacità imprenditoriali delle donne.

L'Indonesia si trova al vertice della regione sia in termini di PIL, essa si colloca al settimo posto mondiale, che di PIL pro capite, tuttavia gran parte della crescita sostenuta (circa il 9,7% annuo) si è concentrata nelle die principali isole dell'arcipelago, Java e Sumatra¹²⁸. Il reddito prodotto proviene principalmente da servizi (45,9%) e dall'industria (40,3%) nei quali è impegnata quasi il 70% della forza lavoro.

Tale progresso economico è stato ottenibile grazie alla capacità di attrarre investimenti esteri dovuta principalmente a:

- Una buona stabilità economica certificata dall'incremento del *rating* da parte di *Standard&Poor's Global* e *Fitch* nel 2017 da BB+ a BBB-;
- Una popolazione giovane ed in crescita;
- La rapida urbanizzazione ed una crescita sostanziale del numero di persone appartenenti al ceto medio, con un riflesso positivo sui consumi;
- La progressiva scalata della classifica riguardante la facilità di fare impresa (tra 2017 e 2019 è passata dal 91esimo posto al 73esimo).

Qualche rischio alla crescita economica indonesiana può essere dato dall'inflazione e dal tasso di cambio, essi infatti sin dal 2007 hanno registrato una discreta volatilità accompagnata con valori oscillanti attorno al 5% annuo (inflazione) a causa soprattutto della diminuzione dei sussidi statali sui carburanti che ha contribuito ad alzarne i prezzi e con un deprezzamento della moneta nei confronti del dollaro di circa trenta punti percentuali tra il 2010 ed il 2015.

Un altro problema di questo paese risulta la disparità di genere tra uomo e donna, il piazzamento nella classifica del *Gender Development Index* (GDI) a fine 2019 la vede

¹²⁸ Mudaliar A., Bass R., Dithrich H. e Lawrence J. (2018), *The Landscape for Impact Investing in South East Asia*, Global Impact Investing Network e Intellcap.

in 107esima posizione¹²⁹, in netto peggioramento rispetto a cinque anni addietro, in particolare a causa della scarsa partecipazione economica, alla mancanza di opportunità di carriera e dal frequente ritardo in termini istruttivi e formativi rispetto agli uomini.

Oltre ad essere la maggiore economia della regione, l'Indonesia è possiede anche la maggior quota di mercato dell'*Impact Investing* dell'intero Sud-Est Asiatico. Dei 5,7 miliardi di Dollari investiti dal 2007 5,5 provengono da DFIs, quasi esclusivamente attraverso capitale di debito, con maggiore frequenza in progetti compresi tra i 10 ed i 50 milioni di USD, mentre la maggioranza del capitale è allocata su 7 investimenti singolarmente maggiori di \$100 milioni (40%) tutti finanziati da *International Finance Corporation* (IFC), *U.S. International Development Finance Corporation* (DFC) o *Asian Development Bank* (ADB). DFC ad esempio ha stanziato \$100 milioni per quindici anni da destinare a Tridi Oasis, una società di riciclo dei rifiuti con sede a Giacarta, per combattere l'inquinamento degli oceani dovuto alla plastica¹³⁰.

Guardando ai settori circa l'80% delle risorse *impact* viene destinato ai servizi finanziari, all'energia ed alla manifattura principalmente focalizzati in due tipi di progetti: quelli la cui richiesta di capitale non riesce ad essere accolta da investitori privati e quelli che possono generare multipli effetti sulla crescita economica indonesiana.

Per quanto riguarda invece gli investitori non DFIs, dopo la grande crescita post 2013, essi hanno utilizzato sia capitale di rischio che capitale di debito, con una leggera prevalenza del primo rispetto al secondo, concentrando le loro risorse in investimenti superiori ai 5 milioni di USD ma finanziando un numero maggiore di progetti al di sotto dei 500.000 Dollari (47%).

I settori prediletti invece si sono dimostrati essere: i servizi finanziari (31%), la silvicoltura e la tutela dell'habitat naturale (17%) e l'energia (15%), anche se da notare

¹²⁹ <http://hdr.undp.org/en/content/gender-development-index-gdi>

¹³⁰ <https://www.dfc.gov/investment-story/reducing-ocean-waste-indonesia-recycling-plastic>

che il numero maggiore di progetti finanziati dal 2017 al 2019 si colloca nel settore agricolo.

3.3.2 Asia Meridionale

La regione, composta da Bangladesh, India, Myanmar, Nepal, Pakistan e Sri-Lanka, è la casa di più di 1,8 miliardi di persone tra cui vi sono molte differenze a partire dalla lingua e dalla religione (la maggioranza della popolazione è induista ma vi è anche una forte presenza islamica, quest'ultima infatti risulta la religione più diffusa in Pakistan e Bangladesh). Non sono mancati infatti episodi di violenza e conflitti all'interno del territorio, nati successivamente alla separazione nel 1947 dell'allora colonia britannica la quale però non venne divisa secondo determinate e nette linee religiose, provocando numerosi conflitti come le guerre indo-pakistane per il controllo della regione del Kashmir (ancora oggi persistono tensioni tra India e Pakistan) e la guerra per l'indipendenza del 1971 del Bangladesh dal Pakistan (inizialmente dopo la spartizione del '47 il Pakistan era composto da due territori a maggioranza islamica: il Pakistan occidentale, l'odierno Pakistan, ed il Pakistan orientale, l'attuale Bangladesh) la quale viene tristemente ricordata per il genocidio commesso dall'esercito pakistano con la cosiddetta *Operation Searchlight*, nella quale persero la vita tra i 200.000 ed i 3 milioni di bengalesi (sono presenti stime molto diverse tra loro) e centinaia di migliaia di episodi di violenza nei confronti delle donne¹³¹.

Negli ultimi vent'anni la regione ha registrato tassi di crescita molto elevati, con un CAGR pari a circa 8,8 punti percentuali e con il vero e proprio *exploit* del Myanmar che ha fatto segnare un +15%, seguito dal Bangladesh (+9,4%) e dall'India (+9%). Quest'ultima rappresenta da sola oltre il 77% del PIL ed i tre quarti della popolazione dell'intera regione. Nonostante questo grande progresso, la povertà assoluta (meno di \$1,90 al giorno) al 2014 colpiva ancora il 15,2% della popolazione della regione, ad

¹³¹ https://en.wikipedia.org/wiki/1971_Bangladesh_genocide

eccezione dello Sri-Lanka che al 2016 registrava un tasso di povertà estrema dello 0,7%¹³².

Tale progresso è dovuto principalmente a cambiamenti strutturali intercorsi all'interno dell'economia della regione, con un progressivo sgonfiamento dell'agricoltura in favore di industria e servizi, in particolare in India dove il sostenuto boom degli investimenti, gli effetti positivi sulla produttività, un favorevole contesto economico internazionale, l'alta competitività delle aziende manifatturiere e l'aumento della domanda nei servizi, con conseguenze sull'utilizzo di nuove tecnologie¹³³, ha permesso al paese di crescere a ritmi molto sostenuti tra il 2000 ed il 2008, trainando l'intera regione.

Le dinamiche del mercato della finanza ad impatto all'interno della regione differiscono da paese a paese, tuttavia possono essere individuati trend, opportunità e sfide comuni, sono ancora molte infatti le persone che, pur uscite dalla povertà assoluta, si trovano ancora all'interno della cosiddetta "base della piramide".

In totale quasi 8,9 miliardi di Dollari sono stati investiti nell'Asia Meridionale in progetti ad impatto sociale positivo, di cui circa 8 miliardi attribuibili ad istituzioni finanziarie per lo sviluppo e il restante ad altri investitori privati. Come facilmente prevedibile, l'India assorbe la maggioranza del capitale investito con oltre cinque miliardi di USD investiti, pari al 60% del totale delle risorse, seguita dal Pakistan con i suoi quasi due miliardi (22,4%)¹³⁴, nonostante le problematiche legate all'instabilità politica e al terrorismo.

Numericamente sono circa una dozzina le istituzioni finanziarie per lo sviluppo attive nella regione, in particolare in India, Pakistan e Sri Lanka, mentre di investitori privati

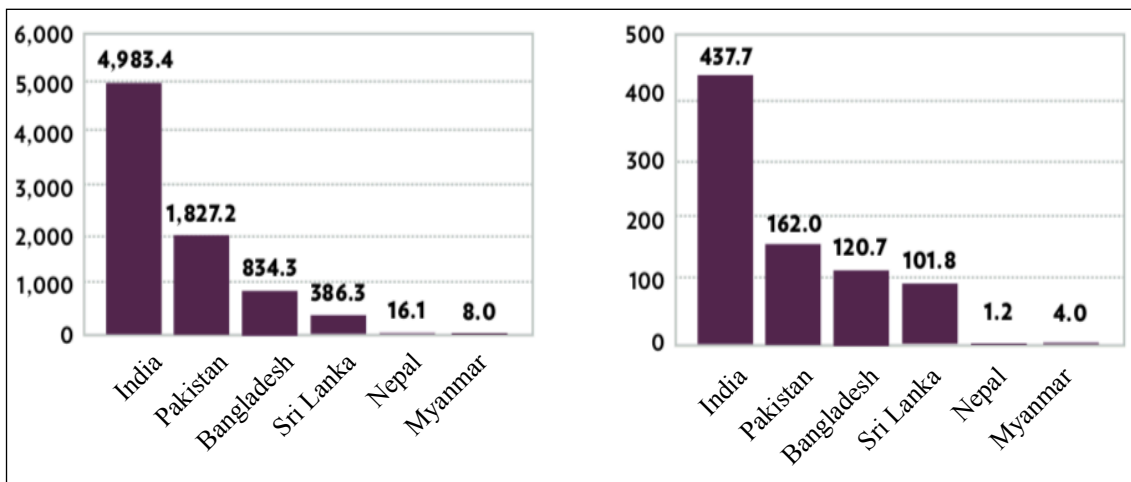
¹³² <https://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.DDAY?locations=8S-LK>

¹³³ Acharya S. (2009), *Macroeconomic Performance and Policies Since 2000*, Working Paper N° 375, Stanford Centre for International Development, Stanford University.

¹³⁴ Bouri A., Mudaliar A., Schiff H., Meyer M. e Moynihan K. (2015), *The Landscape for Impact Investing in South Asia: Understanding the current status, trends, opportunities, and challenges in Bangladesh, India, Myanmar, Nepal, Pakistan and Sri Lanka*, Global Impact Investing Network e Dalberg.

se ne contano un'ottantina, divisi tra coloro che effettuano investimenti per l'intera regione e quelli che preferiscono focalizzarsi su un unico territorio, grazie alla raccolta di capitale proveniente da DFI, investitori internazionali, *family offices*, HNWI, banche e fondazioni.

Figura 33: Allocazione geografica del capitale: a sx DFIs, a dx non-DFIs (dati in \$ milioni)



Fonte: Bouri *et al.*, 2015

L'ecosistema della regione propone differenti opportunità di mercato guardando lo spettro dei settori per oltre tre quarti sotto forma di debito, dedicato principalmente al finanziamento di imprese mature e di grandi dimensioni (il numero maggiore di progetti finanziati giace nell'intervallo 10-50 milioni di USD), nel campo energetico, manifatturiero e finanziario (compresa anche la microfinanza), con apporti di capitale ingenti per ogni singolo progetto. Gli altri investitori hanno preferito concentrarsi principalmente sui servizi finanziari, con progetti di dimensione molto minore. Vi è inoltre un crescente interesse, in particolare per le DFIs, nel settore dell'ICT data la maggiore domanda proveniente dalla popolazione alla base della piramide che, una volta uscita dalla povertà, necessita di forme di comunicazione più rapide ed efficaci.

Per quanto riguarda gli investitori privati lo strumento utilizzato maggiormente risulta essere il capitale di rischio (circa il 60% del totale) ma anche il ricorso al debito risulta frequente (39%). Entrambi, dedicati soprattutto al finanziamento di *start-ups* o imprese entrate in una fase di crescita ancora precoce (il numero maggiore di progetti finanziati giace al di sotto del milione di Dollari), vengono principalmente convogliati all'interno del settore dei servizi finanziari, i quali intercettano circa il 65% del totale delle risorse investite dai non-DFIs.

La posizione che l'India è riuscita a guadagnarsi nel corso degli anni all'interno del panorama economico mondiale può essere sintetizzata in tre principali fattori: la competitività dell'industria manifatturiera, la bassa età media della sua popolazione ed un settore dei servizi particolarmente dinamico grazie alle liberalizzazioni effettuate negli anni '80 (adesso compongono oltre la metà del Prodotto Interno Lordo). Tuttavia a seguito della crisi finanziaria del 2008 i ritmi di crescita dell'economia indiana, da una doppia cifra annua, hanno visto un brusco rallentamento (6-7% all'anno) il quale assieme ad un'inflazione volatile ma comunque alta (che ha costretto la *Reserve Bank of India* nel 2013 ad alzare i tassi d'interesse per combattere la stagflazione), al progressivo deprezzamento della Rupia nei confronti del Dollaro e ad un bilancio costantemente in deficit hanno provocato un significativo calo degli investimenti netti. Oltre a questioni di ordine macroeconomico, l'India affronta altri rilevanti problematiche, infatti il dividendo ottenuto grazie ad un'età media bassa non viene completamente sfruttato a causa della scarsa qualità del sistema scolastico e formativo (l'ultimo dato sul tasso di alfabetizzazione over-15 fornisce un 82,4%¹³⁵ per gli uomini e 65,8%¹³⁶ per le donne, a testimonianza della presenza di una forte disparità di genere) il quale non permette il pieno sfruttamento dell'enorme potenziale a disposizione del paese. Non solo, il paese risulta particolarmente arretrato nella

¹³⁵ <https://data.worldbank.org/indicator/SE.ADT.LITR.MA.ZS?locations=IN>

¹³⁶ <https://data.worldbank.org/indicator/SE.ADT.LITR.FE.ZS?locations=IN>

classifica dell'HDI, piazzandosi solamente al 131esimo posto¹³⁷ e purtroppo resta la presenza di oltre 600 milioni di persone abitanti le zone rurali del paese a non avere accesso a strutture igienico-sanitarie adeguate¹³⁸.

Come si è potuto già vedere nella Figura 33, ammontare di risorse investite nel paese nel mercato della finanza ad impatto superano i 5 miliardi di Dollari da parte di DFIs (sia diretti che indiretti), i quali forniscono oltre il 90% delle risorse, che da parte di investitori privati (in particolare HNWI e *family offices*) i quali sono numericamente in grande crescita, ad esempio sola Fondazione Michael&Susan Dell finanzia attualmente 99 progetti attivi nel paese, specialmente in ambito educativo (strutture scolastiche di qualità, supporto in classe e per l'accesso al college) e per la stabilità economica delle famiglie (aiuto nella ricerca di lavoro e microfinanza), per un totale di circa \$105 milioni¹³⁹.

Gli strumenti utilizzati dagli investitori seguono la dinamica dell'intera regione, con circa tre quarti del capitale impiegato sotto forma di debito, a causa delle grandi dimensioni dei progetti e della maturità dei soggetti finanziati, da parte delle istituzioni finanziarie per lo sviluppo e viceversa per gli investitori privati i quali prediligono l'utilizzo del capitale di rischio (strumento più adatto in investimenti in imprese appena nate o comunque in una fase di crescita precoce)

Guardando l'allocazione settoriale delle risorse si può notare come le strategie d'investimento siano molto diverse tra DFIs e non-DFIs. Se da un lato quest'ultimi seguono la tendenza regionale nel prediligere di gran lunga il settore dei servizi finanziari, dall'altro le DFIs dimostrano una maggiore diversificazione all'interno dello spettro dei settori infatti, oltre ad energia, manifattura e servizi finanziari, troviamo rilevanti investimenti nel settore farmaceutico (grande punto di forza

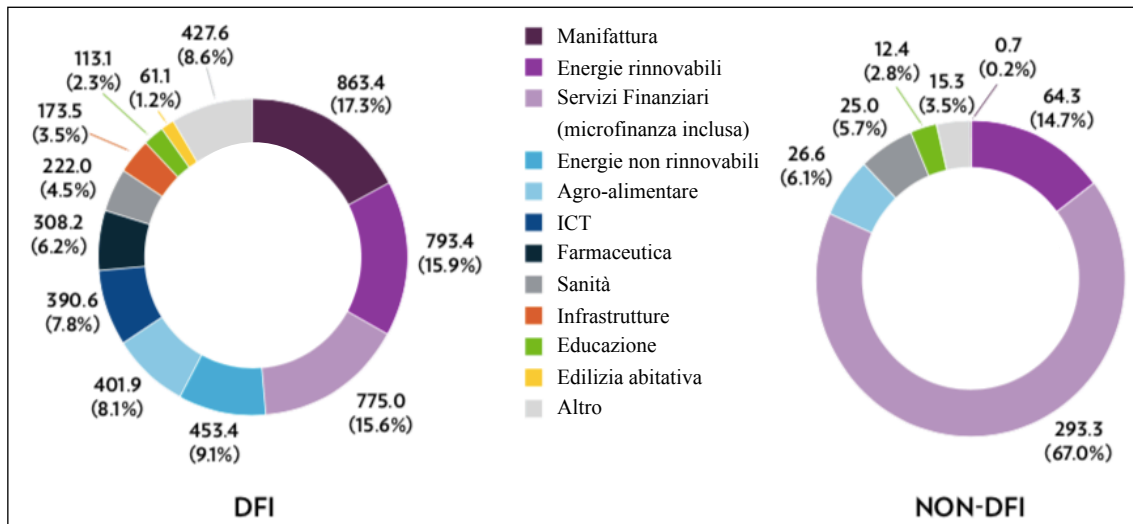
¹³⁷ <http://hdr.undp.org/en/data>

¹³⁸ <https://ourworldindata.org/grapher/rural-without-improved-sanitation?tab=chart&country=~IND>

¹³⁹ <https://www.dell.org/where-we-work/india/>

dell'economia indiana, quasi il 60% dei vaccini consegnati all'UNICEF è prodotto in India¹⁴⁰), nell'ICT e nell'agro-alimentare.

Figura 34: Allocazione settoriale nell'Asia meridionale (dati in \$ milioni)



Fonte: Bouri et al., 2015

3.3.3 Giappone e Cina

Guardando il più ampio campo degli investimenti socialmente responsabili (*Social Responsible Investing* o SRI), il Giappone costituisce di gran lunga la nazione asiatica che più investe secondo principi socialmente ed ambientalmente responsabili (ESG) costituendo l'83% del mercato asiatico (il continente, nonostante rapidi progressi, purtroppo si trova ancora indietro rispetto ad Europa e Stati Uniti in termini di investimenti, diretti o indiretti, ad impatto socio-ambientale positivo con solo lo 0,7% del totale dei portafogli d'investimento)¹⁴¹.

Un grande contributo alla posizione di vertice assunta dal paese nipponico è dato sicuramente dal fondo pensionistico sovrano, *Government Pension Investment Fund* (GPIF), il più grande fondo pensione e gestore di patrimonio del mondo con circa

¹⁴⁰ <https://www.imarcgroup.com/vaccine-market-india-catalysed-by-government>

¹⁴¹ Rowley A. (2019), *Sustainable Investment - Impact Asia*, Asia Asset Management ed United Nations Development Programme.

170.000 miliardi di Yen (oltre 1.500 miliardi di Dollari) di AUM. Dal 2017 il fondo ha optato per una doppia strategia per incorporare i fattori ESG all'interno dei criteri per la scelta degli asset da inserire in portafoglio (specie quelli azionari): da un lato viene applicata una strategia passiva, ovvero replicando l'andamento del mercato, nella scelta tra i titoli azionari giapponesi accompagnata dall'ingaggio con società d'investimento in modo tale da persuadere queste nel tenere in maggior considerazione l'adozione di pratiche mirate alla sostenibilità, dall'altro invece vengono effettuati investimenti diretti in fondi orientati da pratiche ESG nella loro strategia di gestione di portafoglio (per questa seconda strategia sono stati investiti oltre 2.300 miliardi di Yen).

Anche la Banca Centrale del Giappone (*Bank of Japan* o BoJ) ha dato un forte contributo all'espansione degli investimenti ESG attraverso un'importante investimento in un ETF¹⁴² che segue l'indice MSCI *Empowering Women Index*, il quale viene calcolato sulla base di aziende dalla forte partecipazione lavorativa delle donne.

Negli ultimi anni nel paese del Sol Levante si è assistito ad una crescita della domanda di investimenti sostenibili da parte, in particolare, degli investitori del mercato obbligazionario e tra le opportunità offerte loro dal sistema economico nipponico hanno cominciato a farsi strada i *Social Impact Bonds*, principalmente focalizzati in ambito sanitario. Il primo venne lanciato nel 2017 dalla città di Kobe, con il supporto del Ministero dell'Economia, del Commercio e dell'Industria, per un ammontare totale di 26,2 milioni di Yen per la prevenzione della neuropatia diabetica. A supportare la crescente considerazione in Giappone per questo tipo di strumento, o comunque per i *pay-for-success* in generale, sono l'inserimento della promozione dei SIB all'interno della strategia degli investimenti futuri decisa dal governo centrale e la presenza,

¹⁴² Gli ETF (acronimo di *Exchange Traded Funds*) sono fondi a basse commissioni di gestione negoziati in Borsa come le normali azioni. Si caratterizzano per il fatto di avere come unico obiettivo quello di replicare fedelmente l'andamento e quindi il rendimento di indici azionari, obbligazionari o di materie prime.

all'interno di venti governi locali, di una discussione sull'implementazione di tale modello all'interno di aree sociali come educazione, welfare sociale e assistenza degli anziani¹⁴³.

L'approdo della finanza ad impatto all'interno del sistema economico cinese è arrivato con molti anni di ritardo rispetto agli altri paesi (l'anno di riferimento viene comunemente identificato nel 2012 a seguito del primo Forum sugli Investimenti sociali). Le cause possono essenzialmente riassumersi in tre fattori¹⁴⁴:

- I. La scarsa presenza sul territorio di fondazioni e attività ad impatto socio-ambientale, probabilmente dovuta ad una scarsa consapevolezza dettata da uno sviluppo economico che, pre-COVID, dava pochi segnali di rallentamento;
- II. La cultura iper-statalista imposta dal regime comunista per la quale ogni problema sociale doveva essere risolto tramite l'intervento statale;
- III. L'assenza fino all'ingresso nel nuovo millennio di una regolamentazione in ambito di sviluppo sostenibile, successivamente adottate per sostenere lo sviluppo delle aree rurali, di nuove industrie energetiche meno inquinanti e per incoraggiare organizzazioni non governative, fondazioni e la società civile nel partecipare in attività che promotrici della sostenibilità.

L'*Impact Investing* cinese ha assunto una connotazione più ristretta rispetto alla concezione occidentale, infatti gli investitori *impact* del paese si concentrano principalmente su investimenti a tramite debito o capitale di rischio in soggetti in una fase di vita molto precoce (la gran parte delle imprese sociali cinesi versa in questo stato), da cui si può dedurre che i singoli progetti d'investimento abbiano dimensioni molto contenute data anche la rischiosità, con una maggiore propensione a sacrificare

¹⁴³ Ito K., *The rise of social impact bonds in Japan*, The Japan Times, 20/01/2019.

¹⁴⁴ Zhou J. (2017), *The Development of Impact Investing and Implications for China*, MIT Sloan School of Management.

una parte di rendimento economico pur di ottenere l'impatto sociale desiderato (seguendo lo schema della Figura 5, siamo in presenza di investitori *impact-first*).

Il semplice investimento azionario od obbligazionario in società quotate con buoni parametri socio-ambientali, al contrario degli investitori occidentali, non rientra nella locale concezione di finanza ad impatto.

Altra particolarità dell'*Impact Investing* cinese risulta essere la sostanziale assenza di investimenti da parte di istituzioni finanziarie per lo sviluppo (DFIs), infatti il mercato, dal lato dell'offerta di capitali, è composto principalmente da imprese private, fondazioni, HNWI e *family offices*.

Nonostante siano presenti, anche se in numero crescente, degli investitori attivi in questo mercato, come *Beijing Leping Social Entrepreneur Foundation*¹⁴⁵, attiva nell'aiuto alla ricerca di occupazione per le donne e nell'educazione pre-scuola primaria dei bambini provenienti da zone rurali povere, nell'agricoltura sostenibile e nella microfinanza, incombono numerose difficoltà nel trovare delle uscite (*exit*) tra i vari investimenti perciò risulta ancor più difficile quantificare i rendimenti economici e sociali derivanti dal finanziamento di attività ad impatto socio-ambientale per tracciare un quadro completo dell'*Impact Investing* cinese.

3.4 Il contesto italiano

Prima di affrontare il panorama della finanza ad impatto italiana, è opportuno dare un rapido sguardo a livello del continente europeo.

L'Europa dal punto di vista dell'implementazione di politiche ambientali (per perseguire gli obiettivi di contenimento del riscaldamento globale sanciti con gli accordi di Parigi, dal 1990 le emissioni di CO₂ sono state abbattute del 22%) e di welfare si trova ai vertici mondiali (l'economia sociale conta più di 2,8 milioni di organizzazioni), trainata in particolare dai paesi membri dell'Unione. Quest'ultima si è

¹⁴⁵ <http://en.lepingfoundation.org/practice#creation>

distinta negli anni grazie a progetti il cui obiettivo dichiarato è la promozione della sostenibilità sociale ed ambientale come:

- La tassonomia della finanza verde (*green finance taxonomy*, 2020), con la quale sono stati definiti criteri e principi grazie ai quali vengono separati gli investimenti e le attività verdi da quelli che non lo sono, in modo tale da agevolare gli investitori propensi ad entrare nel mercato degli investimenti *green* ed evitare il rischio di incorrere nel cosiddetto *greenwashing*, ovvero la pratica perseguita da aziende, istituzioni, enti, di camuffare determinate attività come rispettose verso l'ambiente attraverso strategie di comunicazione o di marketing per occultarne l'impatto ambientale negativo;
- La proposta di revisione della direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (direttiva 2014/95/UE, direttiva NFRD) con la quale si intende migliorare l'informativa sulla sostenibilità al minor costo possibile al fine di sfruttare al meglio il potenziale offerto dal mercato unico, garantendo al pubblico informazioni adeguate riguardo ai rischi che le questioni di sostenibilità presentano per le imprese e all'impatto delle imprese stesse sulla società e sull'ambiente¹⁴⁶. I principali obiettivi che si vogliono perseguire sono: la riduzione di rischi sistemici per l'economia (i rischi ambientali ne fanno parte tanto che la Banca Centrale Europea ha incluso il cambiamento climatico tra le principali fonti di rischio per il sistema bancario), il miglioramento dell'assegnazione di capitale finanziario alle imprese e alle attività che affrontano problemi sociali, sanitari e ambientali ed infine l'aumento della responsabilità delle imprese per quanto riguarda il loro impatto sulle persone e sull'ambiente, migliorando così la fiducia tra esse e la società;

¹⁴⁶ Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014.

- La fornitura di una serie di orientamenti tecnici completi e dettagliati per la conduzione di analisi sull'impronta carbonica della produzione e dei prodotti¹⁴⁷. Oltre a ciò si aggiunge anche la definizione di *benchmark* sostenibili affinché gli investitori possano utilizzarli come: riferimento per strategie d'investimento passive, parametro di confronto delle performance degli investimenti da utilizzare nell'ambito di strategie di riduzione delle emissioni e riferimento per definire l'universo investibile. Fra questi rientrano l'*EU Climate Transition Benchmark* ed il *EU Paris-aligned Benchmark*.

Oltre alla promozione, l'Unione Europea si è impegnata in prima persona nell'affrontare le sfide derivanti dal cambiamento climatico con il cosiddetto *Green Deal*, un piano decennale lanciato tra il 2019 ed il 2020 con il quale verranno investiti circa 1.000 miliardi di Euro, provenienti dal bilancio comunitario, cofinanziamenti nazionali, stimolo d'investimenti privati e dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) a sostegno di investimenti sostenibili volti ad agevolare, in particolare, l'emersione di nuove industrie dell'energia pulita, della mobilità sostenibile e dell'economia circolare¹⁴⁸. Lo stesso NextGenerationEU per il contrasto alla pandemia mondiale da Sars-Cov-2 trova le proprie basi all'interno di quanto contenuto nel Green Deal. La Commissione Europea inoltre ha di recente¹⁴⁹ annunciato un'ulteriore piano per abbattere le emissioni nette del 55% entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990 e per diventare il primo continente climaticamente neutro entro il 2050.

¹⁴⁷ RACCOMANDAZIONE DELLA COMMISSIONE del 9 Aprile 2013 relativa a relativa all'uso di metodologie comuni per misurare e comunicare le prestazioni ambientali nel corso del ciclo di vita dei prodotti e delle organizzazioni.

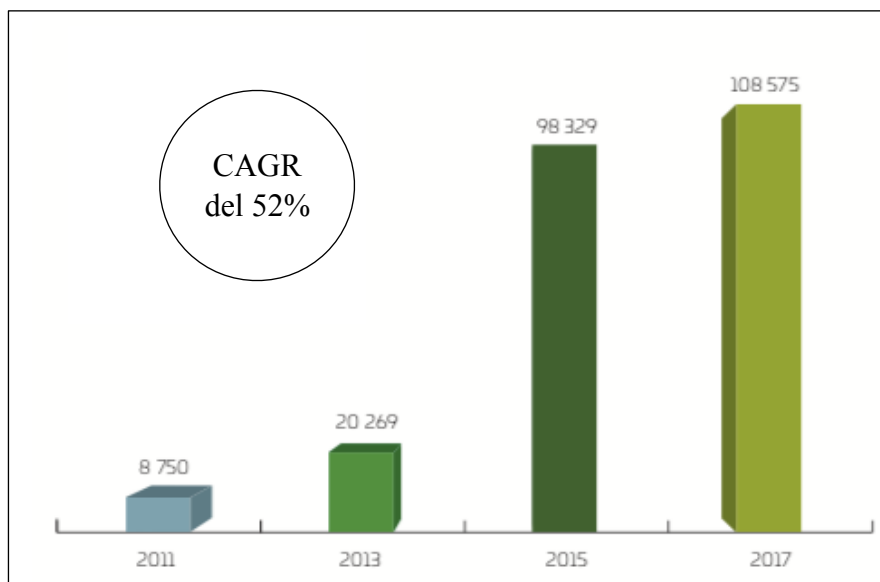
¹⁴⁸ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/qanda_20_24

¹⁴⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0550&from=HR>

Anche dal punto di vista sociale l'Europa ha dato il suo contributo sia dal lato della promozione, con il *Social Investment Package* (SIP)¹⁵⁰ attraverso il quale vengono date delle linee guida per aumentare l'efficacia dei sistemi di protezione sociale nazionali, semplificare e rendere più precise le politiche sociali e migliorare le strategie di inclusione sociale dei paesi membri, che da quello dell'implementazione come ad esempio al programma SURE adottato per finanziare, attraverso prestiti agevolati, i sistemi nazionali di protezione dalla disoccupazione. Attraverso lo SURE sono stati erogati quasi € 90 miliardi di prestiti, di cui 27,4 all'Italia e 21,3 alla Spagna¹⁵¹.

Guardando invece più nel dettaglio l'*Impact Investing* del Vecchio Continente, i vari studi effettuati in materia forniscono un quadro raffigurante un mercato che ha superato la soglia dei 100 miliardi di Euro. L'EUROSIF ha certificato delle dimensioni, € 108,5 miliardi al 2018¹⁵², un centinaio di miliardi in più rispetto al 2011.

Figura 35: Crescita dell'*Impact Investing* europeo (2011-2017, dati il migliaia di Euro)



Fonte: Micilotta e Howard, 2018

¹⁵⁰ <https://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=en&catId=1044&newsId=1807&furtherNews=yes>

¹⁵¹ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_it

¹⁵² Micilotta F. e Howard S. (2018), *European SRI Study 2018*, EUROSIF.

Anche le stime del *Global Impact Investing Network*, identificando l'Europa (occidentale ed orientale) come circa il 20% del mercato della finanza ad impatto (\$ 143 miliardi, circa 120 miliardi di Euro) con una stima della totalità degli investimenti ad impatto socio-ambientale attorno ai 715 miliardi di Dollari (vedi Capitolo 3.1), sono conformi a quanto affermato in precedenza.

Nello specifico, le crescite più evidenti si sono registrate in Italia, Spagna e Svezia, con un consolidamento in Gran Bretagna e Svizzera.

3.4.1 La necessità e l'opportunità dell'Impact Investing in Italia

L'Italia si pone all'avanguardia in Europa per i volumi di risorse impegnate nella finanza ad impatto grazie anche ad un florido ecosistema di organizzazioni appartenenti al cosiddetto Terzo Settore, imprese sociali ed enti di volontariato presenti nel territorio.

Prima di iniziare a vedere le opportunità offerte dal panorama italiano è opportuno porre attenzione sulle questioni che potrebbero rendere necessario una maggiore presenza dell'*Impact Investing* all'interno del sistema di welfare dell'Italia. I quesiti che hanno fornito ispirazione a questo elaborato infatti (vedi Introduzione) si inseriscono perfettamente nel contesto della finanza pubblica dello Stivale post COVID-19, ma sarebbero state opportune anche prima della pandemia.

Tra i paesi europei l'Italia è storicamente stato il paese con i maggiori squilibri di finanza pubblica, in particolare negli anni '80 quando per contrastare l'inflazione a doppia cifra persistente dal '73, i governi dell'epoca, soprattutto quelli del cosiddetto Pentapartito, aumentarono il rapporto debito-PIL dal 55,9% del 1980 al 104,2% del 1992¹⁵³, facendo crescere la spesa pubblica a livelli superiori al 50% del PIL. In

¹⁵³ https://infostat.bancaditalia.it/inquiry/home?spyglass/taxo:CUBESET=/PRINC_IND_00/PRINC_IND_08/PRINC_IND_08_01&ITEMSELEZ=FPI_FP.A.IT.S13.MGD.888.101.112.FAV.PGDP.EDP:true&OPEN=false/&ep:LC=IT&COMM=BANKITALIA&ENV=LIVE&CTX=DIFF&IDX=1&view:CUBEIDS=FPI_FP.A.IT.S13.MGD.888.101.112.FAV.PGDP.EDP/

quest'ultimo anno la situazione finanziaria del paese divenne esplosiva a causa da un lato della speculazione sulla Lira e dall'altro dalla stretta monetaria tedesca per combattere l'inflazione derivante da anni di politiche espansive per accelerare l'unificazione che costrinsero l'Italia, a causa della rapida fuoriuscita di capitali in particolare verso la Germania, ad uscire dal Sistema Monetario Europeo (SME) assieme alla Gran Bretagna (il cosiddetto Mercoledì Nero del 16 settembre '92) ed alla caduta del Governo Andreotti VII, lasciando il posto ad un governo di unità nazionale sotto la guida di Giuliano Amato, il quale varò una manovra finanziaria da 93miliardi di Lire ed un prelievo forzoso del sei per mille dai conti correnti presenti nelle banche italiane. A seguito dello scandalo di Tangentopoli il governo cadde e a Palazzo Chigi si insediò Carlo Azeglio Ciampi, già Ministro del Tesoro, del Bilancio e Governatore della Banca d'Italia.

Dal 1994, anno in cui il rapporto debito/PIL toccò il 120,1%, la finanza pubblica italiana tornò in una fase di maggiore tranquillità spinta anche da politiche fiscali restrittive attuate, in particolare a fine anni '90, per poter rispettare i parametri, stabiliti dal Trattato di Maastricht, il rispetto dei quali era necessario per poter aderire all'area valutaria comune dell'Euro (l'Italia non raggiunse mai il 60% stabilito dal trattato, ma le fu comunque permesso l'ingresso).

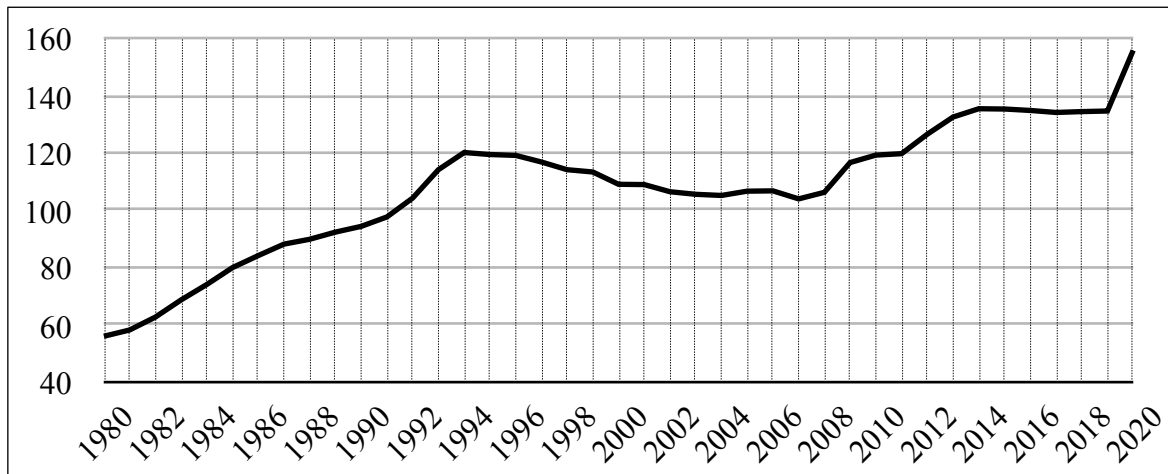
Con l'ingresso della moneta unica il debito in rapporto al Prodotto Interno Lordo iniziò a calare beneficiando in particolare dei bassi tassi d'interesse (tra il 1996 ed il 2009 è stato stimato un risparmio di circa 50 miliardi l'anno¹⁵⁴, il cosiddetto "dividendo dell'Euro"), tale discesa si rivelò purtroppo alquanto lento a causa dell'aumento della

¹⁵⁴ Zanella G. e Bisin A., *Ancora sull'Euro e la Germania, parte I*, Noise From Amerika, 13/03/2013.

spesa pubblica in rapporto al PIL dal 46,5% del 2000 al 51,1% del 2009¹⁵⁵. L'Italia infatti all'alba della crisi finanziaria del 2007-2008 si presentò con un debito/PIL ancora oltre il 100% e che nel 2011 toccò il 119,7% rendendo necessario l'insediamento di un nuovo governo tecnico, con a capo il Professor Mario Monti, per mettere in sicurezza i conti pubblici a causa dell'esplosione dei tassi d'interesse sul debito (nel novembre 2011 il rendimento del BTP decennale toccò il 7,06%) che fecero temere il default, fortunatamente sventato grazie alla necessaria riforma delle pensioni da parte del Ministro Fornero e dalla stretta fiscale varata con il Decreto Salva Italia del dicembre 2011.

Negli anni successivi il debito riuscì a stabilizzarsi, anche grazie al massiccio intervento espansivo di politica monetaria attuato dalla Banca Centrale Europea che permise il contenimento dei tassi d'interesse, attorno al 134% del PIL per poi lievitare nuovamente, per far fronte alla crisi pandemica, fino al 155,8% di fine 2020.

Figura 36: Il rapporto debito/PIL italiano (1980-2020, dati in percentuale)



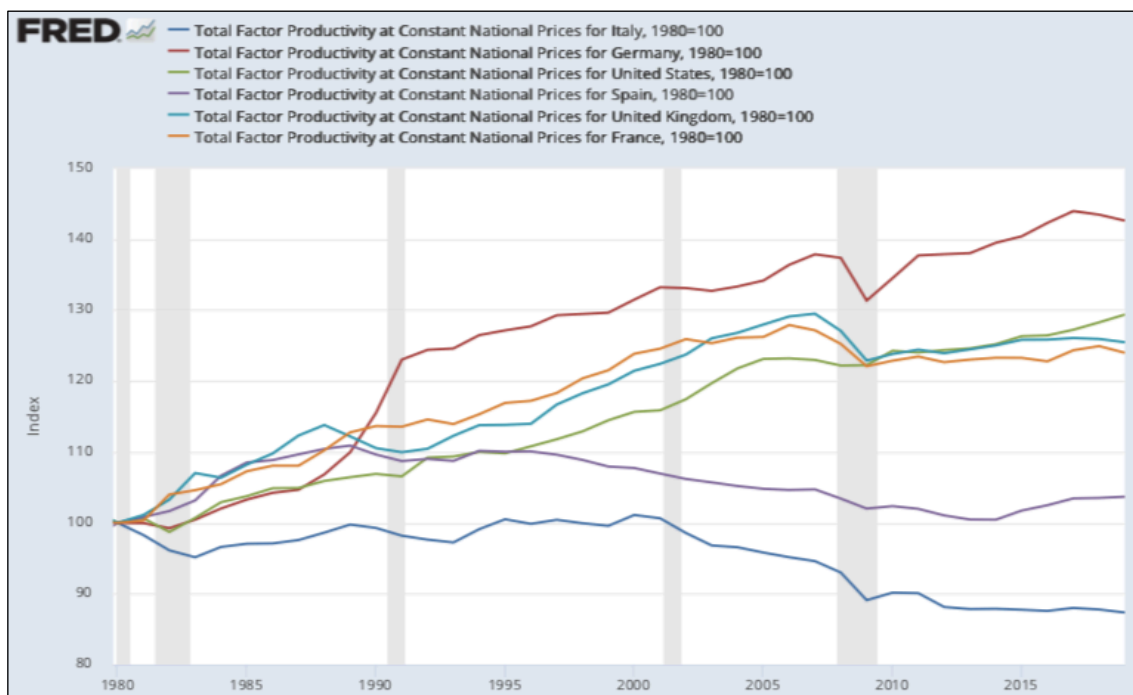
¹⁵⁵ http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?query=BOOKMARK_DS-416345_QID_-726BCFF9_UID_-3F171EB0&layout=TIME,C,X,0;GEO,L,Y,0;UNIT,L,Z,0;SECTOR,L,Z,1;NA_ITEM,L,Z,2;INDICATORS,C,Z,3;&zSelection=DS-416345SECTOR,S13;DS-416345INDICATORS,OBS_FLAG;DS-416345NA_ITEM,TE;DS-416345UNIT,PC_GDP;&rankName1=UNIT_1_2_-1_2&rankName2=SECTOR_1_2_-1_2&rankName3=INDICATORS_1_2_-1_2&rankName4=NA_ITEM_1_2_-1_2&rankName5=TIME_1_0_0_0&rankName6=GEO_1_2_0_1&sortC=ASC_-1_FIRST&rStp=&cStp=&rDCh=&cDCh=&rDM=true&cDM=true&footnes=false&empty=false&wai=false&time_mode=ROLLING&time_most_recent=false&lang=EN&cfo=%23%23%23%2C%23%23%23.%23%23%23

Fonte: Banca d'Italia

La debolezza strutturale dell'economia italiana purtroppo, oltre all'eccessivo peso del debito pubblico, è dovuta ad una molteplicità di fattori fra cui:

- Una produttività totale dei fattori (Figura 37), che spiega la porzione di output non determinata dagli input di lavoro e capitale utilizzati nella produzione, sostanzialmente ferma dagli anni '70, se non addirittura calante (vedi Figura 37) sintomo di un'economia che ha peggiorato complessivamente la propria efficienza sia dal punto di vista del capitale fisico (tecnologia) che da quello umano (lavoro);
- Una pressione fiscale bel al di sopra della media europea (nel 2020 ha toccato quota 43,1%, contro il 41,9% della media dell'area Euro) e molto gravosa sui fattori produttivi, un sistema fiscale molto complesso rispetto a quello dei principali competitori (118° posto nel rapporto *Paying Taxes 2019* redatto da PwC e dalla Banca Mondiale) ed un evasione fiscale stimata al di sopra dei 100 miliardi di Euro;

Figura 37: La Produttività Totale dei Fattori, un confronto impietoso per l'Italia



Fonte: Federal Reserve Economic Data (FRED)

- Una dimensione media delle imprese molto bassa rispetto agli altri paesi europei, nel 2016 la dimensione media figurava a 3,8 addetti per impresa ed un 95,2% delle imprese attive composto da microimprese (meno di 10 addetti)¹⁵⁶, con contributi negativi sulla produttività;
- Un sistema scolastico di livello decisamente inferiore rispetto alla media OCSE (i test PISA 2018 certificano punteggi significativamente più bassi in lettura, matematica e scienze) dovuto anche a causa del sotto-finanziamento, rispetto alla media OCSE ed UE, dell'istruzione di base ed universitaria (in media per studente, dall'educazione primaria a quella terziaria, l'Italia spende circa 8,5 mila Dollari contro gli 11 della Germania, i 10,3 della Francia e i 9,7 della media UE) con una spesa in istruzione pari al 3,3% del PIL contro il 4,1% della media UE¹⁵⁷. La scarsa attenzione all'istruzione nel paese purtroppo si riflette anche nella spesa per ricerca e sviluppo infatti in rapporto al PIL le spese per R&D si fermano all'1,37%, contro il 2,08% dell'Unione Europea, il 2,2% della Francia ed il 3,05% della Germania¹⁵⁸.

Questi sono solo alcuni dei grandi problemi strutturali che pesano sulla crescita economica italiana. La riallocazione e, nei casi di evidente inefficienza, la riduzione della spesa può costituire un requisito essenziale per far ripartire il motore della crescita del nostro Paese.

Detto ciò, una sostanziale fetta della spesa pubblica dell'Italia è costituita da trasferimenti rientranti nel perimetro dello stato sociale (*welfare state*). Nel 2019 degli €870,742 miliardi di spesa pubblica, comprensiva degli interessi sul debito, 488,336 miliardi è dedicata a prestazioni sociali, circa il 58,08% del totale della spesa pubblica

¹⁵⁶ <https://www.istat.it/it/files/2019/12/C14.pdf>

¹⁵⁷ OCSE (2019), *Education at a Glance 2019: OECD Indicators*, OECD Publishing, Parigi.

¹⁵⁸ <https://ec.europa.eu/eurostat/web/science-technology-innovation/visualisations>

ed il 27,32% del PIL¹⁵⁹ collocandoci ai vertici dei paesi OCSE (la media di questi si aggira intorno al 20% del PIL¹⁶⁰).

La grande attenzione che viene data alla protezione sociale in Italia potrebbe risultare virtuosa rispetto agli altri paesi. Purtroppo, a differenza degli altri, il sistema di *welfare* italiano risulta eccessivamente sbilanciato verso le pensioni, piuttosto che al supporto ed accompagnamento delle coorti in età lavorativa o dei giovani. La “spesa pensionistica” complessiva per le prestazioni previdenziali, cioè quelle supportate da contributi realmente versati, nel 2019 è stata pari a 268,038 miliardi (circa il 55% del totale delle spese per il *welfare* ed oltre il 16% del PIL contro il circa 12% della media UE28) e si compone di 230,259 miliardi di prestazioni pensionistiche e 37,779 di quota della Gestione degli Interventi Assistenziali (GIAS). Del totale della spesa per prestazioni pensionistiche (esclusa la quota GIAS, finanziato tramite la fiscalità generale) solo 209,4 miliardi sono coperti da entrate contributive, costringendo lo stato ad attingere alla fiscalità generale per colmare i circa venti miliardi di differenza (la sola gestione dei dipendenti pubblici evidenzia un passivo di oltre 33 miliardi).

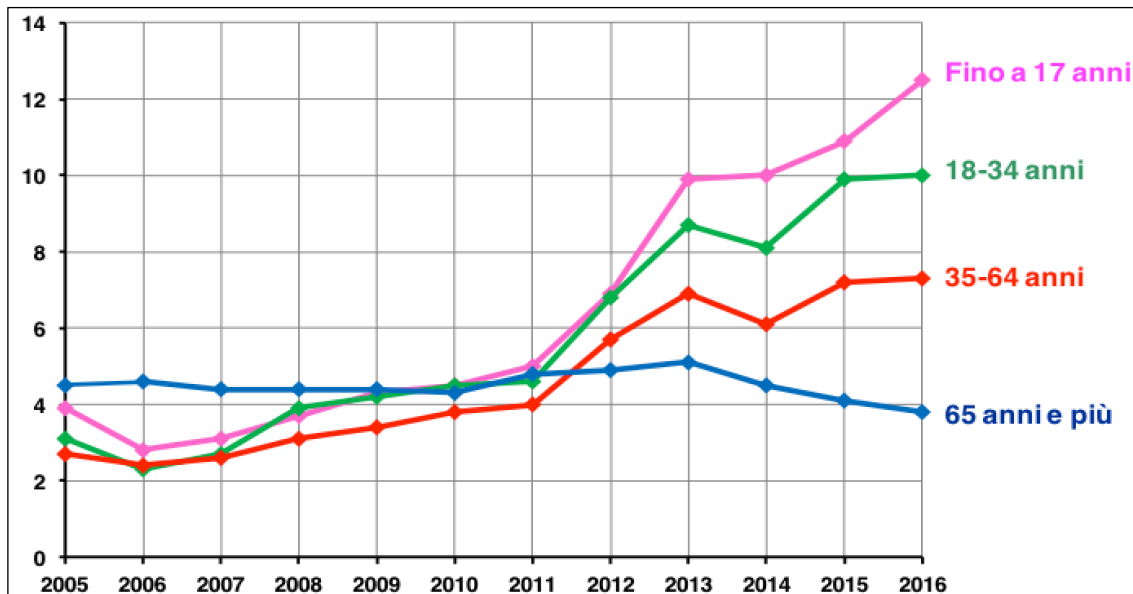
Tale sbilanciamento è testimoniato anche dal fatto che la ricchezza media netta delle famiglie italiane con un “capofamiglia” ultra-sessantacinquenne è aumentata mentre quella di tutte le altre coorti anagrafiche è rimasta costante o diminuita (Figura 38), soprattutto per la classe d’età 18-34 caratterizzata spesso da un eccesso di flessibilità lavorativa spesso scarsamente assistita dallo stato, riflettendosi in una perdita di fiducia

¹⁵⁹ Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali, *Il Bilancio del Sistema Previdenziale Italiano: Andamenti finanziari e demografici delle pensioni e dell’assistenza per l’anno 2019*, Itinerari Previdenziali.

¹⁶⁰ <https://data.oecd.org/socialexp/social-spending.htm>

nel mercato del lavoro (i NEET¹⁶¹ italiani pre-pandemia erano il 22,7%, dieci punti percentuali sopra la media UE¹⁶²) e nel sistema pensionistico¹⁶³.

Figura 38: Quota di persone in povertà assoluta per classe d'età in Italia (2015-2016, dati in percentuale)¹⁶⁴



Fonte: Brandolini, 2018;

Anche dal punto di vista sanitario, tralasciando alcuni enormi divari a livello regionale, l'Italia purtroppo, nonostante la grande conquista sociale dell'istituzione del Sistema Sanitario Nazionale (SSN)¹⁶⁵, si trova a dover rincorrere la media UE. La spesa

¹⁶¹ I NEET sono giovani tra i 15 ed i 29 anni che non studiano non lavorano ne sono impegnati in percorsi di formazione.

¹⁶² <https://ec.europa.eu/eurostat/cache/recovery-dashboard/?theme=people>

¹⁶³ Fornero E. (2018), *Chi ha paura delle riforme: illusioni, luoghi comuni e verità sulle pensioni*, pp. 48-49, Università Bocconi Editore, Milano.

¹⁶⁴ Brandolini A., *Quanti sono i poveri in Italia?*, Neodemos, 15/02/2018.

¹⁶⁵ Istituito con la Legge 833/1978 e costruito sui principi dell'universalità, uguaglianza ed equità.

sanitaria infatti è arrivata a toccare l'8,87% del PIL nel 2014 per poi calare all'8,67% nel 2019 (contro una media UE28 che avvicina il 10%)¹⁶⁶.

La crescita e lo sviluppo dell'*Impact Investing* in Italia può trovare terreno fertile data la presenza di numerose organizzazioni attive in ambito sociale (Tabella 9), con il cosiddetto Terzo Settore che registra un fatturato stimato attorno ai 73 miliardi di Euro¹⁶⁷. Stando agli ultimi dati ISTAT, al 31 dicembre 2018 le istituzioni *non-profit* attive sul territorio nazionale sono 359.574 (in diciassette anni sono cresciute di oltre 120mila unità) e, complessivamente, impiegano 853.476 dipendenti¹⁶⁸.

Tabella 9: Istituzioni non-profit e dipendenti, valori assoluti e rapporti di incidenza sulle imprese dell'industria e dei servizi

	2001	2011	2015	2016	2017	2018
Istituzioni non profit	235.232	301.191	336.275	343.432	350.492	359.574
Dipendenti delle istituzioni non profit	488.523	680.811	788.126	812.706	844.775	853.476
Istituzioni non profit in percentuale sulle imprese	5,8	6,8	7,7	7,8	8,0	8,2
Dipendenti delle istituzioni non profit in percentuale sui dipendenti delle imprese	4,8	6,0	6,9	6,9	7,0	6,9

Fonte: ISTAT, 2020

L'associazione è la forma giuridica che raccoglie la quota maggiore di istituzioni, anche quelle di volontariato, (85,0%), seguono quelle con altra forma giuridica (8,4%), le cooperative sociali (4,4%) e le fondazioni (2,2%), con quest'ultime in grande crescita, attive principalmente nei settori della cultura e degli eventi ricreativi (64,4%), assistenza sociale e protezione civile (9,3%), religione (4,7%), istruzione e ricerca (3,9%) e sanità (3,5%), quest'ultima produce la maggior quota di valore aggiunto.

¹⁶⁶ https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/HLTH_SHA11_HP__custom_1268827/default/table?lang=en

¹⁶⁷ Borzaga C. (2020), *La rilevanza economica del Terzo Settore: La situazione e l'impatto della riforma*, EURICSE, Working Paper 112/20.

¹⁶⁸ ISTAT (2020), *Struttura e profili del settore non profit: Anno 2018*, ISTAT.

Altri soggetti operanti in ambito sociale sono le cosiddette imprese sociali, soggetti privati, di possibili forme giuridiche differenti, autonomi ed estranei alla Pubblica Amministrazione che, attraverso attività di stampo imprenditoriale, perseguono finalità sociali, producendo benefici all'intera comunità o ad una parte dedicata.

La loro attività si articola principalmente in due dimensioni, quella economico-imprenditoriale e quella sociale¹⁶⁹:

- La prima prevede quattro requisiti che devono sussistere reciprocamente, ovvero:

- una produzione di beni e/o servizi in forma continuativa e professionale;
- un elevato grado di autonomia sia nella costituzione che nella gestione;
- l'assunzione da parte dei fondatori e dei proprietari di un livello significativo di rischio economico;
- la presenza, accanto a volontari o utenti, di un certo numero di lavoratori retribuiti;

- La seconda invece richiede che tali iniziative abbiano determinate caratteristiche:

- avere come esplicito obiettivo quello di produrre benefici a favore della comunità o dei gruppi più svantaggiati;
- essere un'iniziativa collettiva;
- avere un governo affidato esclusivamente o prevalentemente a stakeholder diversi dai proprietari del capitale;
- garantire una partecipazione ai processi decisionali in modo tale da coinvolgere tutti o quasi i gruppi interessati all'attività;
- prevedere la non distribuibilità, o al più limitata, degli utili e quindi la loro assegnazione ad un fondo indivisibile tra i proprietari, in qualsiasi momento di vita dell'azienda;

¹⁶⁹ Borzaga C. e Defourny J (2001), *L'impresa sociale in una prospettiva europea*, pp. 30-32, Istituto Studi Sviluppo Aziende Non Profit Università Degli Studi di Trento.

Come si può notare, a differenza delle imprese tradizionali, l'impresa sociale non cerca il massimo profitto per remunerare i conferenti di capitale di rischio, ma piuttosto un giusto equilibrio tra la remunerazione dei fattori produttivi e i vantaggi di coloro che usufruiscono dei beni e servizi prodotti allargando dunque le tipologie di portatori di interesse partecipanti alla vita dell'impresa.

Le imprese sociali condividono molti punti in comune con le organizzazioni non-profit, per esempio la finalità sociale delle loro attività, spesso infatti un'organizzazione può essere considerata contemporaneamente sia impresa sociale che organizzazione non-profit, ma l'una non presuppone l'altra.

Tali organizzazioni, a differenza di quanto si pensi, possono essere oggetto di attenzioni da parte degli investitori *impact*, infatti secondo Borzaga e Fontanari (2020) i luoghi comuni che caratterizzano questo tipo di organizzazioni, ovvero la crescita al di sotto del potenziale e la difficoltà strutturale di accesso a risorse finanziarie, non siano supportati dall'evidenza empirica. Quello che i due ricercatori hanno rilevato che le cooperative sociali, la forma d'impresa sociale più diffusa in Italia, sembrano essere state in grado di mobilitare il capitale necessario al perseguimento dell'obiettivo sociale, presentando performance finanziarie migliori (il rapporto valore della produzione/capitale investito o resa del capitale investito è maggiore per le imprese sociali, Tabella 10, come anche l'indice di liquidità) e creando maggiore valore rispetto a quelle delle altre forme di impresa, guardando l'effetto leva gli autori hanno notato che per ogni euro di capitale proprio sono riuscite a generarne complessivamente ben 3,9 contro i 2,89 delle società a responsabilità limitata, i 2,71 delle società per azioni e i 3,72 delle altre cooperative¹⁷⁰.

¹⁷⁰ Borzaga C. e Fontanari E., "Impresa sociale e finanza: un'analisi della situazione delle cooperative sociali italiane", in Scalvini F., Borzaga C. e Musella M. (2020), *Rivista Impresa Sociale* 2/2020, Iris Network.

Tabella 10: Resa del capitale investito per classe dimensionale e forma d'impresa (valori in unità di Euro).

classe dimensionale	cooperative sociali	srl	spa	altre cooperative
micro	1,09	0,40	0,04	0,61
piccola	1,24	0,91	0,27	0,95
media	1,36	1,09	0,63	0,97
grande	1,27	1,30	0,67	0,99

Fonte: Borzaga e Fontanari, 2020

Oltre ad una buona salute economico-finanziaria, mostrata grazie all'evidenza empirica, le imprese sociali ed il Terzo Settore italiano in generale si caratterizzano anche per una buona vivacità nella ricerca di qualche forma d'innovazione sociale, intesa come capacità di implementare modelli e processi finalizzati al miglioramento continuo dell'organizzazione e dei suoi beni/servizi, per massimizzarne l'impatto positivo.

Le organizzazioni attive in campo sociale infatti segnalano la necessità di miglioramenti nei seguenti campi:

- Rapporti con la Pubblica Amministrazione, specialmente nell'implementazione di modelli di co-progettazione (il ruolo degli investitori *impact* e degli intermediari preposti può contribuire ad agevolare il dialogo tra le parti);
- Relazioni tra utenti ed organizzazioni con l'obiettivo di generare un'esperienza di qualità per entrambe le parti;
- Implementazione di strategie e metodi di valutazione d'impatto socio-ambientale (la maggioranza di queste organizzazioni non ha definito nessuna di queste) anche nell'ottica della redazione del bilancio sociale per garantire maggiore trasparenza nei confronti degli *stakeholders* (obbligatorio per gli Enti di Terzo Settore¹⁷¹);

¹⁷¹ Introdotto con il D.Lgs. 117/2017, il cosiddetto "Codice del Terzo Settore" per enti con ricavi, rendite, proventi o entrate comunque denominate superiori ad 1 milione di Euro e per i centri di servizio per il volontariato.

- Utilizzo della tecnologia, non solo per migliorare l'erogazione di beni e servizi, ma soprattutto per sviluppare: piattaforme digitali e *cloud* (che favoriscano e agevolino flussi, processi e connessioni all'interno dell'organizzazione), software gestionali per la contabilità e strategie di *social media marketing* (per amplificare la capacità comunicativa);
- Formazione del personale che purtroppo spesso si caratterizza per resistenze interne all'innovazione¹⁷²;

Come si può notare da un lato una situazione economico-finanziaria stabile, almeno pre-pandemia, accompagnata da una vivace domanda di innovazione sociale dall'altro può costituire una grossa opportunità per gli investitori ad impatto e anche per la pubblica amministrazione la quale dovrebbe fare in modo di semplificare le procedure per accelerare lo sviluppo di progetti basati su partenariati pubblico-privati e per favorire l'implementazione di strumenti, specialmente i *payment-by-results*, per perseguire un duplice obiettivo: innanzitutto migliorare la qualità di determinati servizi di stampo sociale ma anche un possibile risparmio per le casse delle amministrazioni statali, regionali o locali.

3.4.2 Lo stato dell'arte della finanza ad impatto italiana

Il mercato italiano dell'*Impact Investing* rispetto ad altri paesi, nonostante l'ecosistema di organizzazioni attive in ambito sociale descritto in precedenza e la presenza di una forte tradizione di credito mutualistico, risulta essere ancora in ritardo rispetto ad altri paesi. Tale scarsa espansione, che comunque ha accelerato negli ultimi anni, può trovare fondo nella provenienza degli investimenti in ambito sociale, essi infatti hanno seguito spesso un approccio di sviluppo dal basso verso l'alto, ovvero sono nati principalmente dall'iniziativa privata e da una serie di attori del mercato che fanno

¹⁷² Salvatori G., Scarpato F., Schiavone A., Lanzillo E., Palumbo M., Fortunato M., Felice M., Morra C., Fraticelli F. e Togni E. (2021), *La Domanda di Innovazione del Terzo Settore*, Working Paper 6, Fondazione Italia Sociale, Deloitte e Techsoup.

parte dell'economia sociale, come le cooperative e le imprese sociali. Il grande assente in questo caso risulta essere lo stato il quale, a differenza per esempio di quello inglese, si è caratterizzato da un sostanziale disinteresse nell'incoraggiare l'emersione della finanza ad impatto, specie nei settori dell'istruzione e della sanità, preferendo un approccio di tipo centralista. Nonostante ciò qualcosa si sta muovendo, ad esempio Cassa Depositi e Prestiti, assieme al Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), ha creato Social Impact Italia, una piattaforma con una dotazione complessiva di 100 milioni di Euro con l'obiettivo di favorire lo sviluppo del mercato italiano della finanza inclusiva a sostegno dell'imprenditoria sociale attraverso lo stimolo alla nascita di nuovi operatori e iniziative ad impatto sociale, oltre che il consolidamento e l'espansione di quelli esistenti, ed il rafforzamento strategico di *player* finanziari specializzati, quali fondi di investimento e intermediari finanziari, al fine di ampliare la loro capacità di intervento a favore dell'imprenditoria sociale e degli altri operatori economici del Terzo Settore¹⁷³.

Non giova all'espansione degli investimenti ad impatto sociale nemmeno la conformazione bancocentrica del mercato del credito italiano, nonostante la presenza di qualche istituto di credito cooperativo attivo nel finanziamento di progetti ad impatto sociale, a discapito delle società di gestione del risparmio, *private equity* o *venture capital* che possiedono maggiore flessibilità rispetto alle banche commerciali nell'ingresso in investimenti ad impatto.

Da queste premesse perciò risulta che il mercato nazionale risulti ancora giovane e mal definito, con ancora pochi dati per costruire serie storiche abbastanza robuste.

Nonostante ciò Tiresia, il centro di ricerca sull'innovazione e la finanza ad impatto sociale della School of Management del Politecnico di Milano, è stato in grado, attraverso il classico metodo delle interviste ai principali attori del mercato, di fornire una stima delle dimensioni raggiunte dalla finanza ad impatto italiana.

¹⁷³ https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/social_impact_italia?contentId=PRD11476

Secondo Tiresia¹⁷⁴, il mercato italiano della finanza ad impatto sociale dal 2006 al 2019 ha impiegato circa 8 miliardi di Euro, di cui oltre 1,8 miliardi gestiti nel solo 2019. Di questi, più del 84% del capitale investito è stato erogato attraverso strumenti riconducibili al debito con la restante quota ad investimenti attraverso capitale di rischio (ancora marginali risulta essere l'utilizzo di strumenti ibridi come i *pay-for-success*), quest'ultimi risultano comunque numericamente superiori rispetto al debito indipendentemente dalla fase di vita dell'organizzazione target, con la maggioranza relativa del capitale impiegata in progetti compresi tra i 10 ed i 100 milioni di Euro (38%) seguita a ruota da quelli di dimensione maggiore al milione (31%), con gli investimenti superiori ai 100 milioni al 19% e quelli inferiori al milione al restante 12%.

Guardando proprio le organizzazioni obiettivo, la quasi totalità degli investitori è intervenuta nel finanziare organizzazioni di Terzo Settore (principalmente cooperative sociali ed imprese sociali), tre quarti di essi invece ha finanziato imprese tradizionali ma attive dal punto di vista socio-ambientale (in particolare le Srl), mentre ancora prematuri risultano li investimenti nei cosiddetti Ibridi Legalmente Riconosciuti come le Società Benefit¹⁷⁵ (SB) e le Start-Up Innovative a Vocazione Sociale (SIAVS)¹⁷⁶.

Quello che emerge inoltre per quanto concerne le società obiettivo, gli investitori italiani prediligono di gran lunga la concessione di capitale nei confronti di organizzazioni che stanno attraversando la fase di crescita (*growth stage*), con la

¹⁷⁴ Tiresia, *Tiresia Impact Outlook 2019: Il Capitale per l'Impatto Sociale in Italia*, Tiresia, Politecnico di Milano.

¹⁷⁵ Le Società Benefit, perseguono volontariamente, nell'esercizio dell'attività d'impresa, oltre allo scopo di lucro anche una o più finalità di beneficio comune. Per legge devono nominare una persona del management che sia responsabile dell'impatto dell'azienda e si impegnano a riportare in maniera trasparente e completa le proprie attività attraverso una relazione annuale di impatto, che descriva sia le azioni svolte che i piani e gli impegni per il futuro.

¹⁷⁶ Le SIAVS sono start-up che operano in via esclusiva nei settori indicati all'art. 2, comma 1, del D.Lgs. 155/2006 (assistenza sociale; assistenza sanitaria; assistenza socio-sanitaria; educazione, istruzione e formazione; tutela dell'ambiente e dell'ecosistema; valorizzazione del patrimonio culturale; turismo sociale; formazione universitaria e post-universitaria; ricerca ed erogazione di servizi culturali; formazione extra-scolastica, finalizzata alla prevenzione della dispersione scolastica ed al successo scolastico e formativo; servizi strumentali alle imprese sociali).

rimanente quota del mercato dedicata al finanziamento degli enti appena nati o comunque in una fase ancora molto precoce (*seed*).

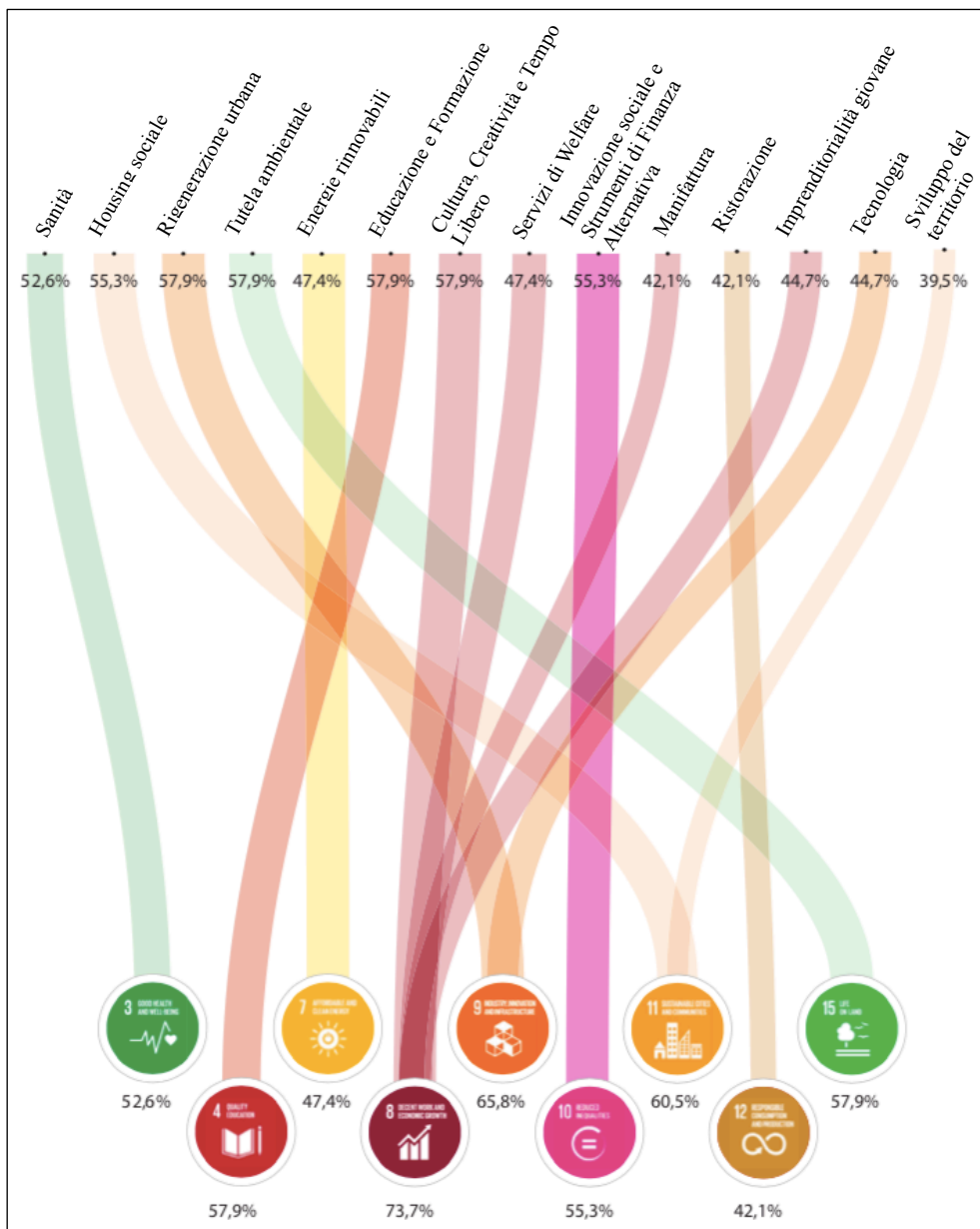
Entrando nello specifico dei settori d'interesse, gli investitori italiani posseggono principalmente all'interno dei loro portafogli investimenti in progetti riguardanti: rigenerazione urbana, tutela dell'ambiente, educazione e formazione (il 58% dei soggetti intervistati possiede almeno un investimento in ciascuno di questi tre campi), *housing* sociale ed innovazione sociale (55%) e sanità (53%). L'allocazione settoriale d'insieme del mercato italiano invece segnala invece la prevalenza del settore della cultura e del tempo libero con il 22,5% (non deve stupire data la forte attrattività turistica e culturale della penisola e dall'emersione di nuove forme di turismo attento alla sostenibilità socio-ambientale come il turismo responsabile), la sanità e le tecnologie digitali (entrambe con il 17,5% delle quote di mercato) e dell'educazione e formazione (10%).

Come si può notare la differenza con le altre aree geografiche precedentemente analizzate si può notare come le diverse esigenze tra paesi sviluppati e paesi in via di sviluppo o ancora economicamente arretrati determinino di conseguenza differenti allocazioni settoriali delle risorse. Se precedentemente in Africa e Asia si poteva notare come gli investitori ad impatto prediligessero settori quali l'energia, l'agricoltura, i servizi finanziari e le infrastrutture proprio a causa della necessità di favorire lo sviluppo economico e tecnologico delle regioni, nei paesi occidentali come l'Italia essi sono maggiormente dedicati alla soddisfazione dei bisogni dei singoli.

Infine è opportuno riportare che i vari investitori *impact* attivi in Italia hanno indicato in termini di rendimenti. Nel 73% dei casi i rendimenti hanno registrato tra il 2% e il 5, nel 27% maggiori del 5% e per il 7% degli operatori non superano il 2%. Essi inoltre hanno identificato la forte presenza nella loro attività di rischio finanziario e rischio d'impatto. Se per il primo quali nove su dieci ha dichiarato di aver dovuto sopportare un rischio in linea o superiore a quello di mercato, per quanto riguarda la componente d'impatto i rischi principali sorgono dal mancato raggiungimento degli obiettivi

d'impatto socio-ambientale (il 67% degli investitori ha manifestato questa preoccupazione) mentre meno della metà degli intervistati ha identificato la probabilità che l'obiettivo del raggiungimento del ritorno economico sovrasti la missione di generare impatto sociale (il cosiddetto *mission drift*) o che addirittura dall'investimento ne derivi un impatto negativo.

Figura 39: Corrispondenza tra settori ed SDG nella finanza ad impatto italiana



Fonte: Tiresia, 2019

IV. COVID-19 E IMPACT INVESTING

Lo scoppio della pandemia da Sars-Cov-2 ad inizio 2020 e la sua diffusione a livello mondiale segnerà indelebilmente le pagine di storia dell'esistenza umana. Mai prima degli ultimi due anni si è assistito in era contemporanea a misure così restrittive e limitanti della libertà di movimento.

Dopo la prima segnalazione da parte delle autorità cinesi all'OMS di una misteriosa polmonite nella città di Wuhan, il 31 dicembre 2019, quello che poteva sembrare inizialmente un'insieme di casi circoscritto ai frequentatori del mercato alimentare della città, ben presto nel giro di poche settimane si è rivelata essere una questione di rilevanza mondiale a causa del sorgere di nuovi focolai in tutto il mondo e nonostante le prime misure di contenimento del contagio (in Italia il 23 febbraio 2020 vennero istituiti i primi divieti di accesso ed allontanamento nei comuni di Vo' Euganeo e Codogno, presto estesi sotto forma di *lockdown* a tutto il territorio nazionale) purtroppo la rapidità di diffusione del virus e la scarsa conoscenza dell'evoluzione della malattia hanno fatto registrare tragiche carenze di dispositivi di protezione per la popolazione e per il personale sanitario il quale ha dovuto sostenere degli sforzi straordinari per sopperire all'iniziale mancanza degli strumenti necessari per combattere il decorso della malattia, come i respiratori.

Per fermare la rapida diffusione del contagio quasi tutti i paesi presero delle decisioni volte a limitare al massimo gli spostamenti delle persone, consentendone solo quelli essenziali, con un inevitabile danno all'economia. Nonostante queste decisioni, già prima della tregua estiva il mondo si è ritrovato a piangere circa mezzo milione di vittime.

Dopo un'estate relativamente tranquilla, in particolare nell'emisfero nord, una nuova ondata di contagi investì il pianeta facendolo ripiombare, tra settembre ed ottobre '20, nell'incubo da cui sembrava essere uscito. Oltre a ciò nel bel mezzo della cosiddetta "Seconda Ondata" hanno iniziato a palesarsi delle varianti rispetto al ceppo originario

della Sars-Cov-2, come la famosa Variante Inglese (oggi Variante Alfa), le quali hanno dimostrato una trasmissibilità significativamente superiore rispetto alla prima versione del virus, provocando quindi una rapida esplosione dei contagi e purtroppo anche di decessi (la Gran Bretagna, da cui deriva la denominazione della variante, appunto ha dovuto soffrire i maggiori danni in termine di vite umane).

Finalmente però delle buone notizie hanno cominciato a prendere piede, infatti il 9 novembre vengono annunciati i risultati dei primi test del vaccino sviluppato dall'azienda di biofarmaceutica tedesca BioNTech, in collaborazione con Pfizer, i quali hanno mostrato un'efficacia del 90% seguiti a ruota dalla casa farmaceutica statunitense Moderna, i cui test hanno mostrato un'efficacia vicina al 95%. Di lì a poco questi due vaccini sarebbero stati approvati e dopo di loro si sarebbero aggiunti quelli di Oxford-AstraZeneca e di Janssen-Johnson&Johnson e l'8 dicembre è il giorno, che resterà nella storia, della prima somministrazione di un vaccino contro il Coronavirus a Margaret Keenan, una 90enne originaria dell'Irlanda del Nord, presso l'University Hospital di Coventry.

Da questo giorno gli stati sono stati in grado di mettere in piedi importanti catene logistiche per la distribuzione delle dosi di vaccino, non senza difficoltà infatti in alcuni frangenti si sono registrati dei ritardi nelle consegne da parte delle case farmaceutiche, in particolare in Europa data l'assenza di grandi centri per la produzione di vaccini a differenza di paesi come gli Stati Uniti o anche la già citata India.

Grazie alla rapida somministrazione massiva dei vaccini le nazioni occidentali sono state in grado di allentare progressivamente le restrizioni imposte alla popolazione e anche di contenere il numero di contagi e decessi nonostante l'insorgere di nuove varianti come la famosa Variante Delta (quella che fu la Variante Indiana) che ha suscitato non poche preoccupazioni data una trasmissibilità molto superiore rispetto alla Variante Alfa.

L'insorgere di tutte queste varianti e la necessità di non vedere determinate parti della popolazione mondiale, in particolare quelle più povere e sostanzialmente indifese, colpite duramente dal COVID-19 ha reso necessario uno sforzo ulteriore sia dal lato della produzione che da quello della costruzione di una catena logistica che sia in grado di distribuire e somministrare dosi in tutto il pianeta. Ne è un esempio il programma COVAX il quale si prefigge di rendere disponibili due miliardi di dosi di vaccini anti-COVID-19 ai Paesi che vi partecipano entro la fine del 2021, comprese almeno 1,3 miliardi di dosi per le economie a basso reddito, attraverso la condivisione di competenze a livello globale e l'allestimento di una rete di distribuzione unica.

Dal lato economico ovviamente la pandemia ha colpito pesantemente l'intera economia mondiale (vedi Tabella 1), rendendo imprescindibili da un lato pesanti interventi fiscali in deficit a sostegno dei redditi di famiglie ed imprese e successivamente anche per accelerare la ripartenza da parte delle nazioni e dall'altro potenti interventi espansivi di politica monetaria con la riduzione dei tassi d'interesse e l'immissione di ingenti quantità di liquidità da parte delle banche centrali per sostenere i sistemi economici nazionali ed internazionali.

Ad ottobre 2020 il totale delle risorse messe a disposizione dal Tesoro americano ammontavano a più di 2,5mila miliardi di Dollari ai quali si devono aggiungere altri 1,8mila miliardi messi in campo nel marzo '21 dall'amministrazione Biden. Sempre negli Stati Uniti anche la Federal Reserve è intervenuta pesantemente a sostegno dell'economia a stelle e strisce tagliando il *Federal Funds Rate* da 1,5% a 0-0,25%, introducendo agevolazioni per supportare il sistema creditizio ed aumentando il totale degli *assets* a bilancio dai circa 4,15mila miliardi del gennaio 2020 agli 8,43mila miliardi di Dollari del settembre 2021.

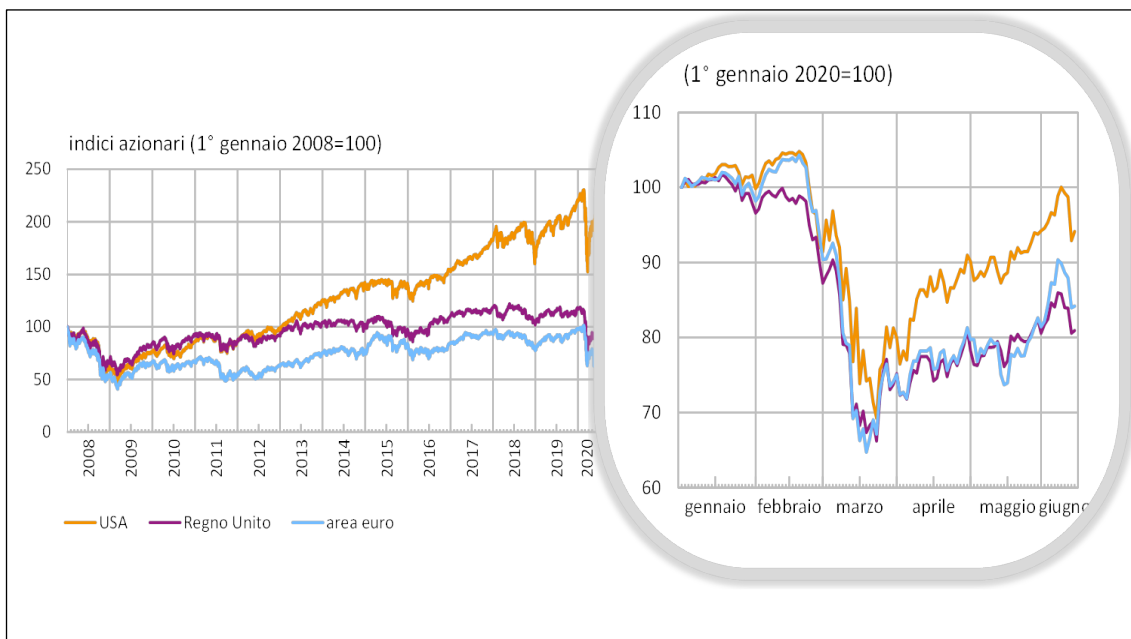
Pe quanto riguarda l'Unione Europea la risposta immediata è stata affidata ai singoli stati membri, data la modesta dimensione del bilancio comunitario, ai quali è stato consentito l'ampio utilizzo del deficit grazie alla sospensione delle regole fiscali comuni. Nonostante le oggettive difficoltà, l'UE è stata in grado nel 2020 a mettere a

disposizione 200 miliardi di Euro di garanzie sui prestiti alle imprese da parte della Banca Europea per gli Investimenti, altri 100 miliardi tramite il fondo SURE per sostenere i sistemi di protezione di posti di lavoro e dei sussidi di disoccupazione e la Pandemic Crisis Support del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) che avrebbe permesso a ciascuno stato membro di accedere ad un prestito a tasso agevolato da parte del MES per un massimo del 2% del PIL 2019 a condizione che le risorse fossero impiegate per finanziare spese dirette o indirette a sostegno della sanità. Ciò che però è stato rivoluzionario in Europa è stata la decisione da parte degli stati membri di indebitarsi in maniera comune, attraverso la Commissione Europea, per finanziare la ripresa post-pandemica con l'approvazione l'11 dicembre 2020 del pacchetto NextGenerationEU (NGEU) da 750 miliardi di Euro i quali si divideranno in una parte di sovvenzioni (390 miliardi) e un'altra di prestiti (350 miliardi) che verranno distribuiti, a condizione che vadano a finanziare specifici progetti che rispettino le linee guida stabilite dalla Commissione (come la transizione ecologica), in base allo stato di difficoltà delle economie nazionali, infatti Italia e Spagna saranno i maggiori beneficiari¹⁷⁷. Come per la FED anche la Banca Centrale Europea ha messo in atto un programma speciale a sostegno dell'economia continentale, il cosiddetto *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) con il quale Francoforte nel 2020 ha acquistato un ammontare di circa 1,85mila miliardi di Euro tra titoli pubblici e privati. Anche i mercati finanziari hanno dovuto subire pesanti sedute a ribasso, in particolare nei primi mesi della pandemia. La forte incertezza sulle prospettive economiche globali ha innescato forti turbolenze sui mercati azionari che, a livello mondiale, si sono riflesse in ampi cali dei corsi e in un incremento della volatilità. L'impatto è stato differente a seconda delle aree geografiche e dei settori, in funzione dell'esposizione alla pandemia e agli effetti delle misure di *lockdown*. Come si può vedere dalla Figura 40 tra il febbraio ed il marzo 2020, quando si è iniziato a comprendere la pericolosità

¹⁷⁷ <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#E>

della diffusione del virus, tutti i principali indici azionari mondiali hanno registrato impressionanti crolli (il FTSE MIB il 12 marzo '20 registrava una flessione del 36% da inizio anno) accompagnati da un significativo aumento della volatilità dei prezzi a livelli superiori persino alle crisi del 2008 e del 2001.

Figura 40: Andamento degli indici azionari nei paesi avanzati (S&P500, FTSE100 ed EuroStoxx50)¹⁷⁸



Fonte: CONSOB

Al pari dei mercati azionari anche il segmento obbligazionario ha risentito delle incertezze innescate dalla pandemia di COVID-19, sono scaturite importanti tensioni sui rendimenti dei titoli di stato (lo spread BTP-BUND, ad esempio, è arrivato a toccare quota 320 punti base) principalmente a causa dalle aspettative di un rapido peggioramento dei parametri di finanza pubblica. Solo grazie all'intervento tempestivo delle banche centrali si è stati in grado di contenere la preoccupante ascesa del costo

¹⁷⁸ <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-mercati-finanziari>

del servizio del debito nelle varie nazioni più sviluppate, specie in quei paesi già fortemente indebitati.

4.1 Gli investimenti socialmente responsabili in epoca COVID-19

Come affermato in precedenza, i mercati finanziari tra il marzo-aprile 2020 hanno subito pesanti crolli a causa dell'esplosione della pandemia da Sars-Cov-2 e dalle conseguenti chiusure imposte dalle varie autorità nazionali, con conseguenti ricadute sulle attività produttive e perciò anche alle economie nazionali.

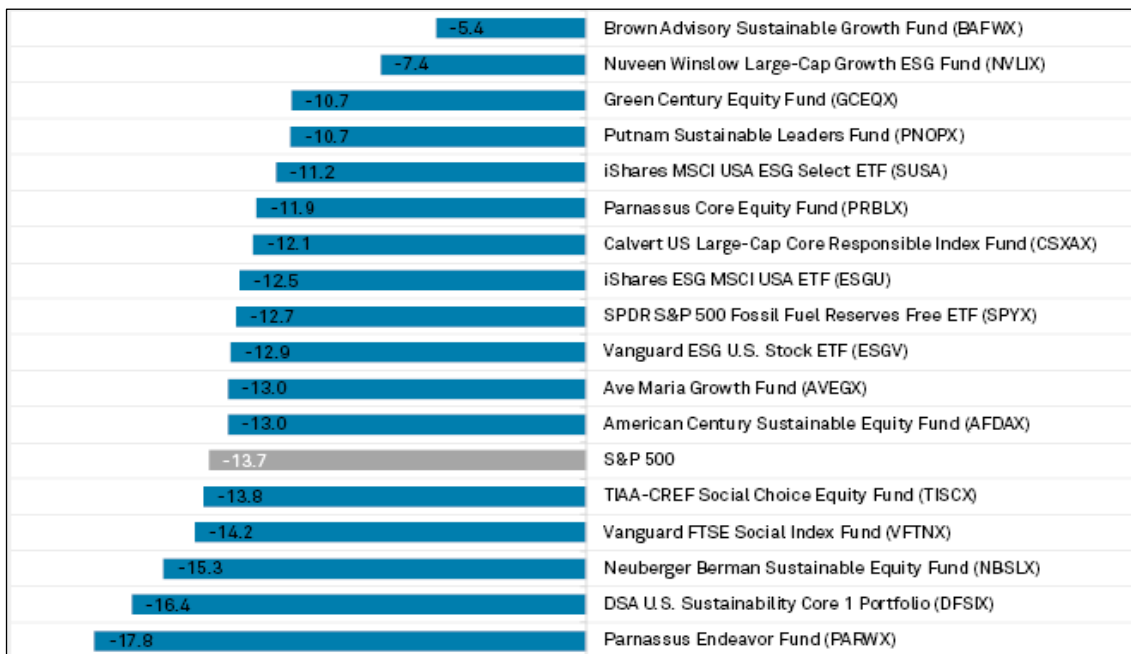
L'effetto più lampante che ne è scaturito è sicuramente una maggiore consapevolezza da parte degli investitori e delle autorità dell'importanza nella lotta al cambiamento climatico e nell'attenzione ai temi dell'inclusione e del benessere sociale, alcuni analisti hanno persino identificato la crisi derivante dal Coronavirus come una sorta di "effetto farfalla"¹⁷⁹, termine coniato dal matematico Edward Norton Lorenz per identificare l'idea che piccole variazioni nelle condizioni iniziali possano produrre grandi cambiamenti nei comportamenti di lungo periodo di un sistema, che possa progressivamente spostare l'allocazione dei capitali in modo tale da ridurre i rischi di sostenibilità e generare effetti positivi dal punto di vista socio-ambientale.

Ciò che si è potuto notare dall'andamento dei mercati finanziari nei mesi del crollo delle borse mondiali è che numerosi fondi ESG hanno registrato performance, in termini di minore ribasso, rispetto agli indici di riferimento come ad esempio S&P500 (Figura 41), in particolare a causa della loro minore esposizione ai rischi sistematici e alla tendenza ad investire in società più efficienti e con i bilanci in ordine.

Tale migliore performance rispetto ai tradizionali indici di riferimento però, con il progredire della pandemia e i conseguenti provvedimenti volti alla convivenza con il virus per permettere la ripartenza delle attività economiche, è andata via via scemando.

¹⁷⁹ Katugampola N. (2020), *The Butterfly Effect & COVID-19: Six Implications for Sustainable Investing in an Interconnected World*, Morgan Stanley.

Figura 41: Performance di fondi ESG, confronto con S&P500 (aprile '20, dati in percentuale)¹⁸⁰



Fonte: Whieldon, Copley e Clark, 2020

Numerosi studi infatti sono andati a verificare se le performance dei fondi ESG nel periodo successivo al crollo continuassero ad essere superiori rispetto agli indici tradizionali. I risultati di tali studi spesso hanno portato alla conclusione che i fondi ESG o comunque le strategie d'investimento socialmente responsabili non hanno registrato risultati superiori, come riscontrato da Capelle-Blancard, Desroziers e Zerbib (2021), ma piuttosto sono rimase in linea con quelle di mercato o comunque con distanze statisticamente non significative. Nel secondo trimestre alcuni hanno trovato addirittura una correlazione negativa tra punteggi ESG e rendimenti (Demers *et al.*, 2020), questione che però può trovarne la causa nella ripresa generalizzata dell'economia nell'estate 2020 e in particolare del comparto industriale.

Se da un lato, con l'esplosione della crisi COVID e dalle sue conseguenze sul sistema economico, non si sono visti grandi travasi di capitale da asset impattanti sulla società

¹⁸⁰ Whieldon E., Copley M. e Clark R., *Major ESG investment funds outperforming S&P 500 during COVID-19*, S&P Global, 13/04/2020.

e sull'ambiente verso quelli con elevati punteggi ESG dall'altro si può riscontrare una maggiore consapevolezza da parte dei principali attori di mercato e non solo sull'importanza della cura e preservazione dell'ambiente e di uno sviluppo il più inclusivo possibile della società.

Ne è un esempio l'esplosione delle emissioni di *Social Bonds* dedicati alla raccolta di risorse destinate a combattere la pandemia (chiamati anche *Corona Bonds* o Bonds Pandemici) i quali nei primi quattro mesi del 2020 hanno registrato una crescita delle emissioni del 170% da inizio anno¹⁸¹ raccogliendo più di dieci miliardi di Dollari e superando persino le emissioni delle Obbligazioni Verdi, anche grazie al rallentamento del mercato cinese. Le risorse raccolte tramite questi strumenti spesso sono state impiegate per:

- Ricerca e sviluppo di test, vaccini e cure mediche più efficaci;
- Prestiti a piccole attività colpite dalla brusca frenata dell'economia;
- Produzione di dispositivi ed equipaggiamento sanitario, igienico e per la sicurezza per la protezione dal contagio;

Un esempio di queste emissioni è stata l'emissione di *Social Bonds* per un controvalore di un miliardo di Dollari da parte di Bank of America, la prima in assoluto per una banca commerciale statunitense, sotto forma di obbligazioni esigibili anticipatamente (*callable*) dalla durata di quattro anni, con cedola semestrale al 1,49% per i primi tre e nell'ultimo anno con cedola trimestrale a tasso variabile. Le risorse raccolte sono state investite nel settore sanitario esclusivamente in ospedali non-profit, strutture infermieristiche qualificate e nella produzione di equipaggiamento igienico-sanitario¹⁸².

¹⁸¹ Peeters S., Schmitt M. e Volk A. (2020), *Social Bonds Can Help Mitigate the Economic and Social Effects of the COVID-19 Crisis*, International Finance Corporation, World Bank.

¹⁸² <https://newsroom.bankofamerica.com/press-releases/corporate-and-financial-news/bank-america-issues-1-billion-corporate-social-bond>

La maggiore consapevolezza degli investitori verso tematiche socio-ambientali si può riscontrare anche nel mercato dell'*Impact Investing* più tradizionale, che resta al di fuori dai mercati finanziari per concentrarsi maggiormente su progetti ad alto impatto sociale. Da questo punto di vista il *Global Impact Investing Network*, attraverso la cosiddetta *R3 Coalition (Response, Recovery, and Resilience Investment Coalition)*, ha riscontrato attraverso interviste alla moltitudine di investitori attivi in ambito socio-ambientale che quasi tre su quattro hanno intenzione di mantenere o addirittura aumentare le risorse impiegate in progetti ad impatto sociale positivo, dando particolare attenzione ai settori dell'inclusione finanziaria, alla sicurezza alimentare e alla sanità, cruciali nell'affrontare e nel superamento dell'emergenza pandemica ma anche nella prevenzione da possibili futuri eventi epidemici.

La sensibilità di questi investitori rispetto alle esigenze sanitarie scaturite dalla pandemia si riflette anche nelle aree geografiche in cui questi ricercano nuove opportunità d'investimento o anche dove hanno già deciso di impiegare le loro risorse, infatti circa il 60% degli intervistati mostra interesse nell'aumentare la propria esposizione verso i paesi dell'Africa Sub-Sahariana, dove già nell'epoca pre-Covid vi era la necessità di profondi interventi sanitari a sostegno della popolazione, e il 35-40% invece sarebbe disposto ad investire in America Latina, Asia Meridionale e nel Sud-Est Asiatico¹⁸³.

Come ogni attività economica anche le organizzazioni attive in ambito sociale ed ambientale hanno dovuto subire importanti ripercussioni economiche dalla crisi pandemica. L'evidenza maggiore si è potuta vedere dal punto di vista occupazionale in particolare per quegli enti attivi nei settori dei servizi sociali (ne è un esempio l'esodo di personale infermieristico, in Italia, dalle Residenze Sanitarie Assistenziali o RSA verso le strutture ospedaliere per ovviare al grande fabbisogno di infermieri per contrastare le ondate che hanno investito pesantemente i reparti ospedalieri,

¹⁸³ Bass R. (2020), *The Impact Investing Market in the COVID-19 Context: An Overview*, Response, Recovery, and Resilience Investment Coalition, Global Impact Investing Network.

riempiendone i post in terapia intensiva e sub-intensiva), i servizi educativi e sportivi, il turismo e altri che con le chiusure imposte dalle autorità governative hanno dovuto subire importanti contrazioni del fatturato e dei flussi di cassa che si sono inevitabilmente tradotti in un calo dell'occupazione, tanto che più del 42% delle imprese attive in ambito socio-ambientale sentite da Social Economy Europe manifestava timori nella loro capacità di ritornare ai livelli pre-pandemia¹⁸⁴.

Molte di queste attività sono state destinatarie di sussidi ed altre forme di aiuto da parte dei governi nazionali, in modo tale da non essere corrette a chiudere. Le sovvenzioni pubbliche però non sono state l'unica ancora di salvezza per questa tipologia di organizzazioni, anche gli investitori *impact* hanno contribuito con risorse ulteriori al sostegno economico-finanziario degli operatori sociali. Molti investitori infatti hanno messo in campo misure proattive, differenziate in base alla regione geografica o al settore di riferimento, di rafforzamento e supporto alle attività oggetto d'investimento con orizzonti sia di breve, per intercettare i bisogni immediati derivanti dalla crisi pandemica, che di medio-lungo periodo per aiutarne e accelerarne la ripartenza.

Queste misure si sono spesso caratterizzate da tre importanti pilastri:

- I. Risposta: oltre alla chiusura forzata ed al conseguente calo di fatturato, specie delle attività che poggiano su reti di negozi al dettaglio, le necessità di supporto delle organizzazioni sociali si è resa necessaria anche per il riposizionamento delle catene del valore mondiali con conseguenti formazioni di colli di bottiglia nelle catene di fornitura che hanno causato numerose difficoltà nel rispettare le scadenze degli ordini e dei contratti. Per venire incontro a queste esigenze gli investitori si sono attivati su quattro direttrici principali¹⁸⁵:

¹⁸⁴ Fiorelli J. e Gafforio L. (2020), *The Impact of COVID-19 on Social Economy Enterprises*, Social Economy Europe.

¹⁸⁵ Bass R., Khan R. e Guttentag M. (2020), *The Impact Investing Market in the COVID-19 Context: Investor Support of Enterprises*, Response, Recovery, and Resilience Investment Coalition, Global Impact Investing Network.

- i. Liquidità: con l'obiettivo di sostenere gli impegni finanziari di breve periodo; nella stessa ottica alcuni investitori hanno optato per la conversione dei debiti delle organizzazioni nei loro confronti sociali in sovvenzioni;
 - ii. Aggiustamento delle scadenze di pagamento: nel caso degli investimenti sotto forma di debito anche con il differimento del pagamento degli interessi, per agevolare la capacità di pagamento degli enti sociali;
 - iii. Maggiore coordinamento con i partner: per riallineare termini ed aspettative riguardanti investimenti comuni;
 - iv. Attrazione di capitale da altre fonti: derivante dall'incapacità degli investitori di fornire capitale aggiuntivo i quali mettono disposizione le loro conoscenze per mettere in contatto gli operatori sociali con altri possibili fornitori di capitale, anche di natura pubblica;
- II. Ripresa: gli investitori *impact* hanno optato per l'implementazione di misure di supporto volte a mitigare le perdite e al contempo fungere da propulsore per una crescita più rapida. Tali misure nascono spesso dal timore che i loro investimenti possano, a seguito della crisi, sotto-performare sia dal punto di vista finanziario che da quello socio-ambientale. Anche qui le principali misure prese sono quattro:
- i. Estensione dell'orizzonte d'investimento: per aumentare la probabilità di raggiungimento degli obiettivi finanziari e socio-ambientali, sfruttando anche il rimbalzo che l'economia sta attraversando nel 2021;
 - ii. Espansione dell'utilizzo della finanza a progetto (*project financing*): con l'obiettivo di garantire risorse per attività urgenti di risposta al COVID-19 o che non sarebbero potute partire;
 - iii. Guida nella gestione delle risorse umane: per aiutare le imprese in portafoglio nel corretto rispetto del quadro normativo sul lavoro, sostenerne la qualità dei posti di lavoro, indicare la corretta gestione dei benefit, supportarle nella

transizione verso il lavoro da remoto e curare il profilo fisico e psicologico della forza lavoro specie durante periodi di difficoltà;

- iv. Supporto nell'ampliamento o implementazione di nuove linee di business: spesso incentivando l'incontro tra due diverse organizzazioni operanti nel medesimo settore affinché possano collaborare e condividere competenze reciprocamente;

III. Resilienza: oltre al supporto finanziario, gli investitori si sono impegnati a fornire supporto non-finanziario con l'obiettivo di rafforzare le operazioni e la gestione aziendale in modo tale che le aziende siano in grado di operare anche qualora vi fosse un prolungamento della crisi in atto o che si facciano trovare pronte in caso di crisi future. Oltre a ciò gli investitori possono spingere le organizzazioni presenti nel loro portafoglio verso:

- i. Il rafforzamento nell'attenzione alle disuguaglianze: attraverso un'attività d'intermediazione che aumenti la frequenza e la proficuità del dialogo con le amministrazioni locali anche per aiutare quest'ultime nella soddisfazione dei bisogni dei cittadini (come il sostegno ai servizi socio-sanitari dato il progressivo invecchiamento della popolazione);
- ii. La velocizzazione delle procedure amministrative: attraverso una maggiore informatizzazione dei processi, quali ad esempio: la revisione delle attività svolte, le richieste di nuove iniezioni di capitale o di posticipo dei pagamenti ed altre richieste di supporto;
- iii. La revisione della gestione finanziaria: anche attraverso consulenze esterne, per rafforzare i meccanismi decisionali in merito di impiego delle risorse finanziarie (molti operatori richiedono assistenza per quanto riguarda la valutazione dei rischi in caso di cambiamenti nello scenario economico);

Come si è potuto vedere il settore dell'*Impact Investing* è rimasto attivo durante il difficile periodo caratterizzato dalla pandemia, in particolare a sostegno delle organizzazioni a scopo socio-ambientale. Ciò che però la *R3 Coalition* ha cercato di mettere in evidenza sta proprio nella centralità che gli investitori *impact* devono avere nel processo di ripresa e resilienza, parole che molto di moda ultimamente, di queste organizzazioni in modo da consentire loro una maggiore dinamicità, efficienza ed efficacia nell'offerta di beni e servizi ad impatto socio-ambientale positivo con l'obiettivo di aumentarne il valore aggiunto e puntare ad una maggiore competitività nel medio-lungo periodo per poter giovare sia all'intera collettività che ai sistemi economici locali.

CONCLUSIONI

L'Impact Investing si configura quindi come una strategia d'investimento in grado di catturare l'interesse di una nuova generazione di investitori sempre più attenti a questioni di consapevolezza sociale ed ambientale, tipiche della filantropia, oltre che alle aspettative di rendimento della finanza tradizionale attraverso lo sfruttamento del potere dei mercati e degli strumenti presenti al loro interno per coniugarli rispetto alle importanti sfide sociali ed ambientali che dovranno essere affrontate nel futuro prossimo.

Se da un lato non appare più procrastinabile la lotta al cambiamento climatico, per il quale sono già state stanziare ingenti risorse nella direzione della progressiva diminuzione delle emissioni in particolare attraverso la minor dipendenza dai combustibili fossili, dall'altro le comunità nazionali devono assolutamente far fronte ai costi sociali di questa transizione ecologica, come si è potuto vedere con l'aumento nel 2021 dei prezzi dell'energia che per mesi hanno registrato una crescita congiunturale a doppia cifra anche a causa della vertiginosa crescita dei prezzi di emissione della CO₂.

L'obiettivo di questo elaborato è stato quello di mettere in evidenza come non tutto il peso del raggiungimento degli Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (SDGs) e dei conseguenti costi per la società debbano ricadere completamente sulle spalle delle nazioni e delle organizzazioni internazionali, piuttosto questi ultimi dovrebbero sfruttare l'opportunità di un maggiore coinvolgimento di quegli investitori privati sensibili a tematiche sociali ed ambientali che progressivamente nel tempo hanno saputo ritagliarsi uno spazio considerevole all'interno del mercato, dimostrando che è possibile combinare la ricerca di rendimenti finanziari, talvolta anche superiori a quelli di mercato, ed impatto socio-ambientale positivo rompendo la dicotomia che sembrava caratterizzare questi due ambiti, spesso purtroppo derivante da prese di posizione di stampo ideologico.

Tale maggiore coinvolgimento potrebbe assicurare sicuramente un'apporto maggiore di risorse, anche se minime rispetto alla potenza di fuoco delle controparti nazionali ed internazionali, ma soprattutto potrebbero portare con sé competenze e modelli organizzativi differenti, sfruttando anche l'ampio spettro degli strumenti d'investimento a loro disposizione, da mettere a disposizione per aumentare l'efficienza e l'efficacia nell'implementazione dei progetti messi in campo per affrontare la transizione ambientale (in questa direzione, molti paesi europei hanno presentato all'interno dei loro Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza progetti che vanno nella direzione di un minor impatto ambientale da implementare anche attraverso *partnership* con soggetti privati).

Anche dal punto di vista sociale l'apporto di risorse e competenze da parte dei privati può risultare decisivo, specie in quei paesi la cui situazione finanziaria potrà mettere a rischio la sostenibilità dei sistemi di welfare che dovranno reggere l'urto del progressivo invecchiamento della popolazione occidentale, ponendo importanti interrogativi riguardo la gestione della sanità e dei servizi socio-sanitari di natura pubblica, sia in termini di finanziamento che di modello organizzativo. Ad esempio, un maggiore coinvolgimento dei privati appartenenti nell'ambito del Terzo Settore potrebbe facilitare una maggiore capillarità nella fornitura dei servizi sanitari e socio-sanitari di base. Il maggiore coinvolgimento della componente privata dell'economia potrebbe essere auspicabile, in questo contesto, anche a supporto dei sistemi previdenziali, in particolare per quei paesi che adottano sistemi a ripartizione messi ancor più in difficoltà dalle attuali dinamiche demografiche. La maggiore partecipazione dei privati nella gestione del risparmio previdenziale, ovviamente complementare al pilastro pubblico potrebbe garantire maggiore respiro alle casse pubbliche delle nazioni, in particolare quelle che hanno accumulato negli anni quantità notevoli di debito.

Le potenzialità della finanza ad impatto quindi non possono restare sopite in questo contesto di epocale cambiamento. Sarebbe auspicabile perciò che i governi e le

istituzioni internazionali incrementino gli sforzi sia dal punto di vista finanziario che da quello legislativo per favorire la crescita dell'offerta di *Impact Investing*, agendo in particolare nel contenimento dei rischi connessi a questo tipo di attività (sfruttando appunto lo strumento della *partnership*) ma anche per mettere a disposizione degli investitori ad impatto un quadro normativo che permetta loro di agire senza eccessivi adempimenti e vincoli burocratici, di cui l'Italia purtroppo ne è un esempio negativo.

Da non sottovalutare è anche il ruolo che iniziative di natura privata possono giocare nella formazione di risorse umane, sia sotto il profilo quantitativo che da quello qualitativo, in risposta alle carenze rispetto alla domanda di determinate professioni da parte del mercato derivanti da una mancata o erronea programmazione da parte delle classi dirigenti di alcuni paesi.

Non va dimenticato infine lo sviluppo dei paesi economicamente più arretrati del pianeta, specie nel continente africano, in cui il ruolo iniziale delle organizzazioni filantropiche e il successivo ingresso degli investitori *impact* risulta già essere cruciale a fianco delle Istituzioni Finanziarie per lo Sviluppo (DFIs) nello sviluppo socio-economico nel miglioramento delle condizioni di vita delle popolazioni locali, la cui attività va sostenuta e potenziata affinché questi paesi possano essere in grado di emergere dalla situazione di povertà in cui ancora oggi si ritrovano.

L'opportunità che l'*Impact Investing* mette a disposizione è duplice, se da un lato può recitare un ruolo decisivo nella lotta alle attuali problematiche sociali ed ambientali e alla prevenzione da possibili eventi avversi futuri, dall'altro può essere il canale attraverso cui il mondo della finanza e della grande imprenditoria globale possano colmare la distanza, purtroppo ancora ampia, percepita dalla popolazione nei confronti dei mercati finanziari i quali troppo spesso vengono dipinti erroneamente secondo una visione eccessivamente egoistica e completamente avulsa dalla società.

*“Non va tutto male. Anzi, le cose non sono mai andate meglio; lo dicono i fatti.
L’unico vero antidoto al luogo comune”*

Hans Rosling (2018)

“L’ultimo pensiero è riservato al sincero ringraziamento del relatore Prof. Salvatore Russo il quale mi ha spinto con entusiasmo verso l’approfondimento di questo tema e senza il quale questo progetto di Tesi probabilmente non sarebbe mai nato”.

SITOGRAFIA

Armed Conflict Location and Event Data Collect (ACLED):

- <https://acleddata.com/dashboard/#/dashboard>

Banca Mondiale:

- <https://data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.LE00.IN?end=2019&locations=1W-ZG-8S&start=1990>
- <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?contextual=default&locations=ET-RW-BI-SO-ER-KE-SD-SS-TZ-UG-DJ>
- <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=CI-SN-BJ-TG-LR-SL-GN-GW-CV-NE-NG-GM-BF-ML-GH>
- <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2020&locations=ZA-LS-SZ-BW-MW-AO-MU-NA-MG-MZ-ZM-ZW&start=2000>
- <https://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI?locations=ZA>
- <https://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.DDAY?locations=VN>
- <https://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.DDAY?locations=8S-LK>
- <https://data.worldbank.org/indicator/SE.ADT.LITR.MA.ZS?locations=IN>
- <https://data.worldbank.org/indicator/SE.ADT.LITR.FE.ZS?locations=IN>
- <https://www.doingbusiness.org/en/rankings>

B-Analytics:

- <https://b-analytics.net/content/company-ratings>

Banca d'Italia:

- <https://infostat.bancaditalia.it>

Banca di Credito Cooperativo del Metauro:

- <http://www.metauro.bcc.it/impresefinanziamenti/buona-impresa/>

Bank of America:

- <https://newsroom.bankofamerica.com/press-releases/corporate-and-financial-news/bank-america-issues-1-billion-corporate-social-bond>

Big Society Capital:

- <https://bigsocietycapital.com>

BlackRock:

- <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter>
- <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2019-larry-fink-ceo-letter>
- <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2020-larry-fink-ceo-letter>
- <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>

Cassa Depositi e Prestiti:

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

Commissione Europea:

- https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/about_the_european_commission/eu_budget/factsheet_2_green_bonds_14.04.pdf
- https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/qanda_20_24
- <https://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=en&catId=1044&newsId=1807&furtherNews=yes>
- https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_it

- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0550&from=HR>

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB):

- <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-mercati-finanziari>

Consorzio Pan:

- <https://www.consorziopan.it>

Dalberg:

- <https://dalberg.com/our-ideas/bringing-rapid-mass-sanitation-to-kenya-as-a-first-line-of-defense-against-covid-19/>

Energy Sector Management Assistance Program (ESMAP):

- <https://www.esmap.org/node/70930>

Ente Nazionale per il Microcredito:

- <https://www.microcredito.gov.it/ente/i-numeri-del-microcredito-in-italia.html>

Eurostat:

- http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/Government_revenue,_expenditure_and_main_aggregates
- <https://ec.europa.eu/eurostat/web/science-technology-innovation/visualisations>
- <https://ec.europa.eu/eurostat/cache/recovery-dashboard/?theme=people>
- https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/HLTH_SHA11_HP_custom_1268827/default/table?lang=en

Federal Mortgage Bank of Nigeria:

- <https://www.fmbn.gov.ng>

FinScience:

- <https://finscience.com/en/news/top-5-esg-data-providers-rating-and-report/>

Fondo Monetario Internazionale:

- <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#E>

Gapminder:

- <https://www.gapminder.org>

Goldman Sachs:

- <https://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/current/dc-water-environmental-impact-bond-fact-sheet.pdf>

Grameen Bank:

- <https://grameenbank.org/data-and-report/historical-data-series-in-usd/>

Imarc Group:

- <https://www.imarcgroup.com/vaccine-market-india-catalysed-by-government>

Impetus Trust-PEF:

- <https://www.impetus.org.uk>

Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT):

- <https://www.istat.it/it/files/2019/12/C14.pdf>

Leping Social Entrepreneur Foundation:

- <http://en.lepingfoundation.org/practice#creation>

LUISS Guido Carli:

- <https://sicurezzainternazionale.luiss.it/2020/01/02/costa-davorio-ex-leader-della-guerra-civile-condannato-20-anni-prigione/>

Michael&Susan Dell Foundation:

- <https://www.dell.org/where-we-work/india/>

MSCI:

- <https://www.msci.com/esg-101-what-is-esg>

OPES-LCEF:

- <http://www.opesfund.eu/?lang=it>

Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE):

- <https://data.oecd.org/socialexp/social-spending.htm>

Our World in Data:

- <https://ourworldindata.org/water-access>
- https://ourworldindata.org/grapher/population-growth-rates?country=~OWID_WRL
- https://ourworldindata.org/grapher/life-expectancy-at-birth-including-the-un-projections?time=2000..2099&country=OWID_WRL~Africa
- <https://ourworldindata.org/grapher/child-mortality-around-the-world?time=2000..2019>
- <https://ourworldindata.org/grapher/number-without-electricity-by-region>
- <https://ourworldindata.org/grapher/annual-co2-emissions-per-country?tab=table>

- <https://ourworldindata.org/grapher/rural-without-improved-sanitation?tab=chart&country=~IND>

Programma delle Nazioni Unite per lo Sviluppo (UNDP):

- <http://hdr.undp.org/en/content/download-data>
- <http://hdr.undp.org/en/content/gender-development-index-gdi>

Social Finance:

- <https://sibdatabase.socialfinance.org.uk>

Social Impact Agenda:

- <http://www.socialimpactagenda.it/esempi-concreti/social-bond-ubi-comunita/>

Statista:

- <https://www.statista.com/statistics/371233/south-africa-gdp-distribution-across-economic-sectors/>

Unione Europea:

- https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/accounting_and_taxes/documents/190618-sustainable-finance-factsheet_en.pdf

United States Agency International Development:

- https://usaidlearninglab.org/sites/default/files/resource/files/usaid_kenya_feed_fut_innov_eng_2-pager_final_7-30-18_508.pdf

United States Development Finance Corporation:

- <https://www.dfc.gov/investment-story/reducing-ocean-waste-indonesia-recycling-plastic>

BIBLIOGRAFIA

Acharya S. (2009), *Macroeconomic Performance and Policies Since 2000*, Working Paper N° 375, Stanford Centre for International Development, Stanford University.

<https://siepr.stanford.edu/sites/default/files/publications/375wp.pdf>

Balbo L. (2016), “The Future of Impact Investing”, in V. Vecchi, L. Balbo, M. Brusoni e S. Caselli (a cura di), *Principles and Practice of Impact Investing*, Routledge, Londra.

<https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.4324/9781351284769-6/future-impact-investing-luciano-balbo>

Bandini F. e Pallara F. (2021), *Impact Investing: Il quadro italiano*, Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali - Yunus Social Business Center (YSBC).

http://amsacta.unibo.it/6636/1/Impact_investing.pdf

Bass R. (2020), *The Impact Investing Market in the COVID-19 Context: An Overview*, Response, Recovery, and Resilience Investment Coalition, Global Impact Investing Network.

https://thegiin.org/assets/The%20Impact%20Investing%20Market%20in%20the%20COVID19%20Context_An%20Overview.pdf

Bass R., Khan R. e Guttentag M. (2020), *The Impact Investing Market in the COVID-19 Context: Investor Support of Enterprises*, Response, Recovery, and Resilience Investment Coalition, Global Impact Investing Network.

https://theggin.org/assets/The%20Impact%20Investing%20Market%20in%20the%20COVID-19%20Context_Investor%20Support%20of%20Enterprises_webfile.pdf

Bicciato F., Casarsa F., Lovera A. ed Asmundo A. (2019), *L'Unione Europea e la finanza sostenibile Impatti e prospettive per il mercato italiano*, Forum per la Finanza Sostenibile.

<https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2019/11/Manuale-Europa-IT-Web.pdf>

Borzaga C., Defourny J (2001), *L'impresa sociale in una prospettiva europea*, pp. 30-32, Istituto Studi Sviluppo Aziende Non Profit Università Degli Studi di Trento.

<https://www.euricse.eu/wp-content/uploads/2015/03/Borzaga-Defourny-limpresa-sociale-prospettiva-europea.pdf>

Borzaga C. (2020), *La rilevanza economica del Terzo Settore: La situazione e l'impatto della riforma*, EURICSE, Working Paper 112/20.

<https://www.euricse.eu/it/publications/wp-112-20-la-rilevanza-economica-del-terzo-settore-la-situazione-e-limpatto-della-riforma/#>

Borzaga C. e Fontanari E., “Impresa sociale e finanza: un’analisi della situazione delle cooperative sociali italiane”, in Scalvini F., Borzaga C. e Musella M. (2020), *Rivista Impresa Sociale 2/2020*, Iris Network.

http://rivistaimpresasociale.s3.amazonaws.com/uploads/magazine_article/attachment/161/ImpresaSociale-02-2020-borzaga-fontanari.pdf

Bouri A., Mudaliar A., Schiff H., Gustavson L. e Balloch S. (2015), *The Landscape for Impact Investing in West Africa: Understanding the current status, trends, opportunities, and challenges*, Global Impact Investing Network e Dalberg.

https://thegiin.org/assets/160620_GIIN_WestAfrica_full.pdf

Bouri A., Mudaliar A., Schiff H., Gustavson L., Roberts A., Loew R. e Desai N. (2015), *The Landscape for Impact Investing in East Africa*, Global Impact Investing Network e Open Capital Advisors.

[https://thegiin.org/assets/161025_GIIN_EastAfrica_FULL_REPORT%20\(002\).pdf](https://thegiin.org/assets/161025_GIIN_EastAfrica_FULL_REPORT%20(002).pdf)

Bouri A., Mudaliar A., Schiff H., Meyer M. e Moynihan K. (2015), *The Landscape for Impact Investing in South Asia: Understanding the current status, trends, opportunities, and challenges in Bangladesh, India, Myanmar, Nepal, Pakistan and Sri Lanka*, Global Impact Investing Network e Dalberg.

https://thegiin.org/assets/documents/pub/South%20Asia%20Landscape%20Study%202015/1_Full%20South%20Asia%20Report.pdf

Brandolini A., *Quanti sono i poveri in Italia?*, Neodemos, 15/02/2018.

<https://www.neodemos.info/2018/02/13/quant-i-sono-i-poveri-in-italia/>

Brandstetter L. e Lehner O. M. (2014), *Impact Investment Portfolios: Including Social Risks and Returns*, ACRN Oxford Publishing House, Oxford.

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2519671

Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali, *Il Bilancio del Sistema Previdenziale Italiano: Andamenti finanziari e demografici delle pensioni e dell'assistenza per l'anno 2019*, Itinerari Previdenziali.

<https://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/biblioteca/pubblicazioni/documento32055162.html>

Chiodo V. e Michelucci F. V. (2016), *Uno sguardo all'Impact Investing in Italia nel 2016*, Tiresia, Politecnico di Milano.

<http://www.tiresia.polimi.it/wp-content/uploads/2017/04/report.compressed.pdf>

Chiappini H. (2017), *Social Impact Funds: Definition, Assessment and Performance*, Palgrave Macmillan, Londra.

<https://vdoc.pub/download/social-impact-funds-definition-assessment-and-performance-1hnk3be2eh90>

Chukwuma I., Nwulu P., Mac-Ikemenjima D., Glover M., Osa-Oboh U. e Ike U. (2019), *Nigeria and Ghana Impact Investing and Policy Landscape*, Impact Investors Foundation e Dalberg.

<https://impactinvestorsfoundation.org/wp-content/uploads/2020/02/IIF-Study-on-Impact-Investing-web.pdf>

Clark C., Emerson J. e Thornley B. (2012), *A market emerges: The six dynamics of impact investing*, PCV Insight, CASE at Duke, ImpactAssets.

http://www.pacificcommunityventures.org/wp-content/uploads/sites/6/2015/07/The_Six_Dynamics_of_Impact_Investing_October_2012_PCV_CASE_at_Duke_ImpactAssets.pdf

Dal Maso D., Zanoni D. e Boccia M. (2013), *I Social Impact Bond: La finanza al servizio dell'innovazione sociale?*, Quaderni dell'osservatorio n.11, Fondazione Cariplo.

https://www.fondazionecariplo.it/static/upload/qua/qua_sib1/qua_sib1.pdf

Dax M. e Kreipl J. (2021), *The Green Bond and ESG Chartbook: January 2021*, UniCredit.

https://www.research.unicredit.eu/DocsKey/credit_docs_2021_178911.ashx?EXT=pdf&KEY=n03ZZLYZf5kKmcnaBAVJA8bWEZexxh9nSZ5P4ldv8x4=

Del Giudice A. (2015), *I Social Impact Bond*, Franco Angeli, Milano.

Drexler M. e Noble A. (2013), *From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors*, World Economic Forum Investor Industries.

https://www3.weforum.org/docs/WEF_II_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf

Escrig-Olmedo E., Fernández-Izquierdo M. A., Ferrero-Ferrero I., Rivera-Lirio J. M. e Muñoz-Torres M. J. (2019), *Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*, Sustainability 11, no. 3: 915.

<https://www.mdpi.com/2071-1050/11/3/915>

Fiorelli J. e Gafforio L. (2020), *The Impact of COVID-19 on Social Economy Enterprises*, Social Economy Europe.

<https://www.socialeconomy.eu.org/wp-content/uploads/2020/06/SEE-Report-The-impact-of-COVID-19-on-Social-Economy.pdf>

Fornero E. (2018), *Chi ha paura delle riforme: illusioni, luoghi comuni e verità sulle pensioni*, Università Bocconi Editore, Milano.

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

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/gx-fsi-monitor-Investing-for-Social-and-Environmental-Impact-2009.pdf>

Frey B. S. (1997), *Not Just for the Money: An Economic Theory of Personal Motivation*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.464.255&rep=rep1&type=pdf>

Grabenwarter U. e Liechtenstein H. (2011), *In search of gamma: an unconventional perspective on Impact Investing*, IESE Business School, University of Navarra.

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2120040

Greenhill R. e Ali H. (2013), *Paying for progress: how will emerging post-2015 goals be financed in the new aid landscape?*, ODI, Working Paper n° 366.

<https://cdn.odi.org/media/documents/8319.pdf>

Gustafsson-Wright E., Gardiner S. e Putcha V. (2015), *The Potential and Limitations of Impact Bonds: Lessons From the First Five Years of Experience Worldwide*, Global Economy and Development Program – Brookings.

<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/impact-bondsweb.pdf>

Hand D., Dietrich H., Sunderji S. e Nova N. (2020), *2020 Annual Impact Investor Survey*, Global Impact Investing Network.

<https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf>

Höchstädter A. K. e Scheck B. (2015), *What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners*, *Journal of Business Ethics*, 132, pp. 449-475.

<https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-014-2327-0>

International Capital Market Association (2014), *Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, ICMA.

<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>

International Capital Market Association (2018), *Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds*, ICMA.

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

IRIS, *Getting Started with IRIS: How to select IRIS metrics for social and environmental performance measurement*, IRIS.

<https://missioninvestors.org/sites/default/files/resources/Getting%20Started%20with%20IRIS.pdf>

Idzorek T. M. (2005), *A step-by-step guide to the Black and Litterman model: Incorporating user-specified confidence levels*, Zephyr Associates Inc.

https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2006/Idzorek_onBL.pdf

ISTAT (2020), *Struttura e profili del settore non profit: Anno 2018*, ISTAT.

https://www.istat.it/it/files//2020/10/REPORT_ISTITUZIONI_NONPROFIT_2018.pdf

Ito K., *The rise of social impact bonds in Japan*, The Japan Times, 20/01/2019.

<https://www.japantimes.co.jp/esg-consortium/2019/01/20/esg-consortium/rise-social-impact-bonds-japan/>

Jack A., *Table: the top global social impact bonds*, Financial Times, 04/12/2018.

<https://www.ft.com/content/99b49376-eea6-11e8-89c8-d36339d835c0>

Kallio A. e Vuola L. (2020), “History of Crowdfunding in the Context of Ever-Changing Modern Financial Markets”, in Shneor R., Zhao L. e Flåten B., *Advances in Crowdfunding Research and Practice*, Palgrave Macmillan, Londra.

https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-46309-0_10

Kanbur R., Rhee T. e Zhuang J. (2014), “What drives Asia’s rising inequality?”, in Kanbur R., Rhee T. e Zhuang J., *Inequality in Asia and Pacific: Trends, Drivers and Policy Implications*, Asian Development Bank e Routledge.

<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/41630/inequality-asia-and-pacific.pdf>

Katugampola N. (2020), *The Butterfly Effect & COVID-19: Six Implications for Sustainable Investing in an Interconnected World*, Morgan Stanley.

https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_thebutterflyeffect_us.pdf

Kelly L., *Asia's Wealth Gap Is Among The Largest In The World: What Can Leaders Do To Fix It?*, Forbes, 02/02/2018.

<https://www.forbes.com/sites/ljkelly/2018/02/02/asias-wealth-gap-is-among-the-largest-in-the-world-what-can-leaders-do-to-fix-it/>

Liebman J. B. (2011), *Social Impact Bonds: A promising new financing model to accelerate social innovation and improve government performance*, Center for American Progress.

https://cdn.americanprogress.org/wp-content/uploads/issues/2011/02/pdf/social_impact_bonds.pdf?_ga=2.59932141.1597461978.1633093251-1237637324.1633093251

Mackevičiūtė R., Martinaitis Ž., Lipparini F., Shek B. C. e Styczyńska I. (2020), *Social Impact Investment - Best practices and recommendations for the next generation*, Publication for the Committee on Employment and Social Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, Parlamento Europeo, Lussemburgo.

[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/658185/IPOL_STU\(2020\)658185_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/658185/IPOL_STU(2020)658185_EN.pdf)

McCarthy K., Emme L. e Glasgo L. (2019), *IRIS+ Core Metrics Sets*, IRIS.

https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/20190507-IRIS-FND-Core%20Metrics%20Sets_r8.pdf

Melandri G., Calderini M., La Torre M. (2014), *La Finanza che Include: Gli Investimenti ad Impatto Sociale Per Una Nuova Economia*, Rapporto Italiano Della Social Impact Investment Task Force Istituita In Ambito G8.

[Http://Www.Socialimpactagenda.It/Wp-Content/Uploads/2016/04/La-Finanza-Che-Include.Pdf](http://www.socialimpactagenda.it/wp-content/uploads/2016/04/La-Finanza-Che-Include.Pdf)

Metz Cummings A. e Hehenberger L. (2011), *A Guide to Venture Philanthropy: for Venture Capital and Private Equity Investors*, European Venture Philanthropy Association.

<https://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/venture-philanthropy-for-venture-capital-and-private-equity-investors-a-practical-guide>

Micilotta F. e Howard S. (2018), *European SRI Study 2018*, EUROSIF.

<https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>

Mudaliar A., Moynihan K., Bass R., Roberts A. e DeMarsh N. (2016), *The Landscape for Impact Investing in Southern Africa*, Global Impact Investing Network e Open Capital.

https://thegiin.org/assets/documents/pub/Southern%20Africa/GIIN_SouthernAfrica.pdf

Mudaliar A., Pineiro A. e Bass R. (2016), *Impact Investing Trends: Evidence of a Growing Industry*, Global Impact Investing Network.

https://thegiin.org/assets/GIIN_Impact%20InvestingTrends%20Report.pdf

Mudaliar A., Schiff H. e Bass R. (2016), *2016 Annual Impact Investor Survey*, Global Impact Investing Network.

https://thegiin.org/assets/2016%20GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey_Web.pdf

Mudaliar A., Schiff H., Bass R. e Dithrich H. (2017), *2017 Annual Impact Investor Survey*, Global Impact Investing Network.

https://thegiin.org/assets/GIIN_AnnualImpactInvestorSurvey_2017_Web_Final.pdf

Mudaliar A., Bass R. e Dithrich H. (2018), *2018 Annual Impact Investor Survey*, Global Impact Investing Network.

https://thegiin.org/assets/2018_GIIN_Annual_Impact_Investor_Survey_webfile.pdf

Mudaliar A., Bass R., Dithrich H. e Lawrence J. (2018), *The Landscape for Impact Investing in South East Asia*, Global Impact Investing Network e Intellcap.

https://thegiin.org/assets/GIIN_SEAL_full_digital_webfile.pdf

Mudaliar A., Bass R., Dithrich H. e Noshin N. (2019), *2019 Annual Impact Investor Survey*, Global Impact Investing Network.

https://thegiin.org/assets/GIIN_2019%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey_webfile.pdf

Nicholls A. (2009), “We do good things, don’t we?: Blended Value Accounting in social entrepreneurship”, in *Accounting, Organizations and Society*, 34, pp. 755-769, Said Business School, University of Oxford.

<https://apsocialfinance.files.wordpress.com/2013/01/2009-we-do-good-things.pdf>

Nicholls J., Lawlor E., Neitzert E. e Goodspeed T. (2012), *Guida al Ritorno Sociale sull’Investimento*, The SROI Network, trad. a cura di Human Foundation.

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

Nichols M., *Pledges of \$3.4 billion for Ebola recovery made at United Nations*, Reuters, 11/07/2015.

<https://www.reuters.com/article/us-health-ebola-un-idUSKCN0PL00B20150711>

O'Donohoe N., Leijonhufvud C., Saltuk Y. (2010), *Impact Investments: An emerging asset class*, J.P. Morgan, The Rockefeller Foundation, Global Impact Investing Network.

<https://theginn.org/assets/documents/Impact%20Investments%20an%20Emerging%20Asset%20Class2.pdf>

Osservatorio Minibond (2020), *2020 Italian Minibond Industry Report*, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, Politecnico di Milano, Milano.

<https://www.minibond.tv/files/siti/minibond.tv/osservatorio-minibond/202005-italia-minibond-industry-report.pdf>

Pasi G. (2015), *Social Impact Bonds: Nature, Implicit Assumptions, Forecasting Evaluation*, Institute of Advanced Study of Pavia.

<https://www.ippapublicpolicy.org/file/paper/1433975406.pdf>

Peeters S., Schmitt M. e Volk A. (2020), *Social Bonds Can Help Mitigate the Economic and Social Effects of the COVID-19 Crisis*, International Finance Corporation, World Bank.

https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/baeaa13f-86e9-4330-9577-4af183c35eac/EMCompass_Note%2B89-SocialBonds-web.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nx6aknz

Porter M. E. e Kramer M. R. (2011), *Creating Shared Value: how to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth*, Harvard Business Review, pp. 4-5. <https://sharedvalue.org.au/wp-content/uploads/2015/12/Harvard-Business-Review-Creating-Shared-Value.pdf>

Pytkowska J. (2020), *Microfinance in Europe: Survey Report 2020 edition*, European Microfinance Network.
<https://www.european-microfinance.org/publication/microfinance-europe-survey-report-2020-edition>

Rexhepi G. (2016), The Architecture of Social Finance, *Routledge Handbook of Social and Sustainable Finance*, pp. 35-49, Routledge, Londra.
https://www.researchgate.net/publication/312593785_THE_ARCHITECTURE_OF_SOCIAL_FINANCE

Rosling H., Rosling O. E Rosling Rönnlund A. (2018), *Factfulness*, Rizzoli, Milano.

Rowley A. (2019), *Sustainable Investment - Impact Asia*, Asia Asset Management ed United Nations Development Programme.
<https://www.undp.org/publications/sustainable-investment-impact-asia#modal-publication-download>

Saltuk Y. (2012), *A Portfolio Approach to Impact Investment: A Practical Guide to Building, Analyzing and Managing a Portfolio of Impact Investments*, J.P. Morgan.
<https://forcatarefa-assets.s3.amazonaws.com/uploads/2015/08/A-Portfolio-Approach-to-Impact-Investment.pdf>

Saltuk Y., Bouri A., Mudaiar A. e Pease M. (2013), *Perspectives on Progress: The Impact Investor Survey*, J.P. Morgan e Global Impact Investing Network.

<https://thegiin.org/assets/documents/Perspectives%20on%20Progress2.pdf>

Saltuk Y., El Idrissi A., Bouri A., Mudaliar A. e Schiff H. (2014), *Spotlight on the Market: The Impact Investor Survey*, J.P. Morgan e Global Impact Investing Network.

<https://thegiin.org/assets/documents/pub/2014MarketSpotlight.PDF>

Saltuk Y., El Idrissi A., Bouri A., Mudaliar A. e Schiff H. (2015), *Eyes on the Horizon: The Impact Investor Survey*, J.P. Morgan e Global Impact Investing Network.

<https://thegiin.org/assets/documents/pub/2015.04%20Eyes%20on%20the%20Horizon.pdf>

Salvatori G., Scarpato F., Schiavone A., Lanzillo E., Palumbo M., Fortunato M., Felice M., Morra C., Fraticelli F. e Togni E. (2021), *La Domanda di Innovazione del Terzo Settore*, Working Paper 6, Fondazione Italia Sociale, Deloitte e Techsoup.

https://d110erj175o600.cloudfront.net/wp-content/uploads/2021/02/18160358/Working-Paper_La-domanda-di-innovazione-del-Terzo-settore.pdf

Schininà C. (2016), “Finanza, Innovazione e Sostenibilità: il modello di BNL Gruppo BNP Paribas”, in Caroli M. G., *L'innovazione delle Imprese Leader per Creare Valore Sociale*, p. 211, Franco Angeli, Milano.

https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwi8kImgu6zzAhVRgf0HHWNIDGIQFnoECAMQAQ&url=https%3A%2F%2Fajs.francoangeli.it%2F_omp%2Fi

[ndex.php%2Ffoa%2Fcatalog%2Fdownload%2F220%2F45%2F982-2&usg=AOvVaw0nXueW2CK4DRXXtSU6rAGQ](https://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/global-wealth-report.html)

Shorrocks A., Davies J. e Lluberas R. (2021), *Global wealth report 2021*, Credit Suisse.

<https://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/global-wealth-report.html>

Social Impact Investment Taskforce (2014), *Impact Investment: The Invisible Heart of Markets*, Social Impact Investment Taskforce.

<https://gsgii.org/reports/impact-investment-the-invisible-heart-of-markets/>

Svedova J., Cuyegkeng A. e Tansey J. (2014), *Demystifying Impact Investing*, ISIS Research Centre, Sauder School of Business, University of British Columbia.

<https://www.sauder.ubc.ca/sites/default/files/2019-02/DemystifyingImpactInvestingFinalVersionApril2014.pdf>

Thornley B., Wood D., Grace K. e Sullivant S. (2011), *Impact Investing: A Framework for Policy Design and Analysis*, InSight at Pacific Community Ventures e Initiative for Responsible Investment at Harvard University.

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

Tiresia, *Tiresia Impact Outlook 2019: Il Capitale per l'Impatto Sociale in Italia*, Tiresia, Politecnico di Milano.

<http://www.tiresia.polimi.it/wp-content/uploads/2019/11/tiresia-impact-outlook-2019.pdf>

United Nations Development Programme (2014), *Impact Investing in Africa – Trends, Constraints and Opportunities*, United Nations Development Programme.

<https://www.shareweb.ch/site/Multilateral-Institutions/Documents/Impact%20Investment%20Final%20Report.pdf>

United Nations Development Programme (2015), *Impact Investing in Africa – Trends, Constraints and Opportunities*, United Nations Development Programme.

<https://www.africa.undp.org/content/rba/en/home/about-us/AFIM/impact-investment-in-africa--trends--constraints-and-opportuniti.html>

UBS AG (2021), *Global Family Office Report 2021*, UBS.

<https://www.ubs.com/global/en/global-family-office/reports.pdf>

Whieldon E., Copley M. e Clark R., *Major ESG investment funds outperforming S&P 500 during COVID-19*, S&P Global, 13/04/2020.

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/major-esg-investment-funds-outperforming-s-p-500-during-covid-19-57965103>

Whitehouse D., *Kenya's shilling management is flirting with disaster*, The Africa Report, 22/05/2019.

<https://www.theafricareport.com/13216/kenyas-shilling-management-is-flirting-with-disaster/>

Wilson K. E., Silva F. e Ricardson D. (2015), *Social Impact Investment: Building the Evidence Base*, OECD.

<https://sites.duke.edu/casei3/files/2013/03/OECD-social-impact-investment.pdf>

Zanella G. e Bisin A., *Ancora sull'Euro e la Germania, parte 1*, Noise From Amerika, 13/03/2013.

<https://www.noisefromamerika.org/articolo/ancora-euro-germania-parte-1>

Zhou J. (2017), *The Development of Impact Investing and Implications for China*, MIT Sloan School of Management.

<https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/111448/1003321342-MIT.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Ziegler T., Shneor R. e Zheng Zang B. (2020), “The Global Status of the Crowdfunding Industry”, in Shneor R., Zhao L. e Flåten B., *Advances in Crowdfunding Research and Practice*, Palgrave Macmillan, Londra.

https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-46309-0_3