



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di laurea magistrale in Economia e

Gestione delle Aziende

Tesi di laurea

**Quadro generale degli Impact investing con
approfondimento sul caso A|Impact**

Relatrice

Prof. Maria Silvia Avi

Laureando

Francesco Gasparini

Matricola: 989672

Anno Accademico

2022/2023

*A Beatrice, alla mia famiglia, a chi purtroppo non c'è più. A chi
c'è sempre stato e a chi si è inserito in corsa, al NAF e al
Fantabosco. Cinici nella vita solo in area di rigore.*

Indice

1. Introduzione.....	6
2. Impact Investing.....	13
2.1 Che cos'è l'impact investing.....	13
2.2 Impact investing nel mondo.....	35
2.3 La crescita del mercato.....	41
2.4 La grandezza del mercato internazionale.....	48
2.5 La rete internazionale.....	51
2.6 La rete italiana.....	58
2.7 Barriere allo sviluppo.....	63
3. Strumenti utilizzati per gli impact investing.....	71
3.1 Gli strumenti azionari.....	73
3.2 Gli strumenti di debito.....	78
3.3 Gli strumenti ibridi.....	86
3.4 La misurazione delle performance.....	94
4. Caso A Impact.....	101
4.1 Introduzione all'azienda.....	101
4.2 Prodotti e servizi offerti.....	104
4.3 Performance e risultati.....	112
5. Conclusioni.....	133
6. Bibliografia.....	134

7. Sitografia.....148

1. Introduzione

La finanza sostenibile è la macro-materia da cui derivano gli investimenti impattanti o impact investing. Più precisamente bisogna parlare di SRI (Sustainable and Responsible Investment), ossia degli investimenti orientanti a lungo termine che non mirano più solamente a risvolti finanziari, ma trovano importanza anche temi di sostenibilità ambientale e sociale, oltre che del “buon governo”.¹

La prima traccia di finanza sostenibile può essere ricondotta all’XII secolo, periodo in cui viene stesa la “Carta Caritatis”, da Santo Stefano Harding. È un testo legislativo in cui venivano regolamentati i rapporti tra le varie abbazie e il loro governo. Il primo principio della carta recitava “non è lecito costruire la propria abbondanza ricavandola dall’impoverimento altrui”. Quindi, ragionando con parole dei giorni nostri, tutti gli stakeholder dell’attività (abbazia) dovranno godere di un beneficio, senza comportare perdite per altri stakeholder. Ovviamente a questi tempi l’importanza della sostenibilità non poteva essere ambientale, bensì etica.

Altra traccia di finanza sostenibile, sempre con fini etici, si può trovare nella dottrina cristiano-protestante, sviluppatasi soprattutto nel Nord Europa tra il XVI e il XVII secolo, dopo la riforma di Martin Lutero. Era sottolineata l’incompatibilità tra la dottrina religiosa e investimenti in attività che potessero riguardare il gioco d’azzardo, lo sfruttamento degli schiavi, la produzione di armi².

¹ Forum per la finanza sostenibile, 2013

² <https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/capire-la-finanza-fondi-sostenibili-e-responsabili>

Per diversi anni l'eticità della finanza sarà solo ed esclusivamente un argomento religioso. Soltanto a partire dalla seconda metà del '900 si può iniziare a parlare di finanza sostenibile a 360 gradi, con risvolti sia ambientali che sociali. Lo sviluppo definitivo arriva dopo la crisi del 2007-2010, in cui la fiducia verso la finanza aveva raggiunto i minimi storici e vi era necessità di un cambio di paradigma per riacquisire la fiducia della popolazione.

A partire dal 2015 il tema degli investimenti impattanti sta riscuotendo particolare attenzione e sono diversi gli spunti che ne danno atto:

- 1- il 25 settembre 2015 viene approvata dall'ONU l'Agenda 2030 per uno sviluppo sostenibile. Tale trattato è composto da 17 SDGs (Sustainable Development Goals) e da ulteriori 169 sotto-obiettivi, i quali sono stati accettati dai 191 paesi membri, per aiutare uno sviluppo globale e proteggere l'ambiente. I 17 SDGs si suddividono in categorie, ci sono quelli con l'obiettivo di migliorare la situazione ambientale, quelli che mirano ad eliminare diseguaglianze e lottano contro la povertà, con il fine comune di rendere il nostro futuro e il nostro pianeta migliore.
- 2- Altro punto importante e molto più strettamente legato alla finanza, arriva da Larry Fink, fondatore, CEO e Presidente del fondo d'investimento Blackrock e dalle sue comunicazioni riportate nel sito internet della società:
 - a- La prima è datata gennaio 2018 ed è intitolata "A sense of Purpose"³. Qui viene presentato il paradosso per cui la crescita dei rendimenti azionari corrispondeva all'aumentare di condizioni sfavorevoli per le fasce della popolazione più povere. Dovuto dal fatto che, poche persone durante gli

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

anni della crisi del 2007 sono riusciti ad ottenere dei profitti importanti, ma la maggior parte della popolazione ha dovuto subire una riduzione dei tassi di interesse, un rallentamento della crescita dei salari non in linea con l'inflazione, un sistema pensionistico sempre più incerto e una forte diminuzione del livello di istruzione e della sicurezza lavorativa. Inevitabilmente i governi non sono stati in grado e non saranno in grado di combattere da soli le sfide sociali che ci riserverà il futuro, quindi, tutti gli stakeholder stanno domandando sempre di più alle aziende di perseguire non solo fini puramente economici, ma anche sociali. Il Presidente evidenzia l'importanza di società come la sua con strategie long-term, le quali devono aiutare lo sviluppo del benessere sociale, non più unicamente tramite i profitti derivanti dalla divisione degli utili, ma anche con la creazione di valore a lungo termine, contribuendo al soddisfacimento dei bisogni da parte della popolazione.

- b- La seconda è datata gennaio 2019 ed è intitolata "Profit & Purpose"⁴. Qui, Larry Fink spiega come lo scenario mondiale sia sempre di più con visioni short-term da parte di imprese e di governi nazionali. La lettera si divide su tre aspetti principali. Il primo è composto da una visione dello scenario mondiale economico piuttosto complicato: a fare da padrone nello scenario è l'incertezza dei mercati, una sempre minore fiducia e diversi esperti vedono un rallentamento ciclico. Salari bassi e stagnanti, il propagarsi della tecnologia sul mondo del lavoro e una forte incertezza sul futuro, sono sfociati in episodi di rabbia popolare, xenofobia e razzismo, in tutto il mondo. Il problema arriva anche dai governi che non sono capaci di fornire delle soluzioni a lungo termine, e per questo la comunità si appoggia

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

sempre di più ad imprese pubbliche o private, per combattere questioni importanti come la tutela dell'ambiente, le pensioni, e anche diseguaglianze di genere o razza. Il secondo aspetto si concentra sul binomio scopo – profitto. In questo caso Fink sottolinea come “Lo scopo non è solo la ricerca del profitto, bensì la forza propulsiva per ottenerlo” ed insiste su come i due fattori non siano mai contrapposti ma sempre collegati tra di loro. Nella conclusione l'autore funge da predicatore lanciando un messaggio forte all'intero mondo della finanza: “Le società devono dimostrare il proprio impegno nei confronti delle nazioni, delle regioni e delle comunità in cui operano, in particolare, sulle questioni essenziali per la prosperità futura del mondo intero. Il mondo imprenditoriale non può certo risolvere tutte le questioni di importanza pubblica, ma ce ne sono molte, dalle pensioni alle infrastrutture, fino alla formazione per i lavori del futuro, che non possono essere risolte senza la leadership aziendale”.

- c- La terza, è datata gennaio 2020 ed è intitolata “A Fundamental Reshaping of Finance”⁵. L'argomento di questa lettera è la volontà della costruzione di un nuovo paradigma di mercato, in cui la finanza deve esserne pioniera e portavoce. In questa lettera Fink si focalizza su 3 aspetti: la posizione fondamentale che hanno i gestori del risparmio nei confronti del nuovo paradigma di mercato, cercando di coinvolgere i risparmiatori in investimenti che creino valore nel lungo termine; l'inserimento fondamentale del cambiamento climatico come uno dei fattori di rischio degli investimenti; e conclude la lettera con l'idea e la speranza di un sistema capitalistico responsabile e trasparente.

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

- d- Nelle ultime lettere, quelle datate gennaio 2021⁶ e gennaio 2022, Larry Fink si concentra sulle emissioni a zero impatto netto, ossia la differenza tra emissioni intercettate ed emissioni create deve essere pari a zero. Oltre a comunicare le politiche di BlackRock per un futuro imminente Carbon Neutral, spiega come sia importante per le imprese essere tra i “guidatori” delle zero emissioni e non tra i “guidati”, facendo capire quanto sia fondamentale per le aziende essere first mover in questo tipo di mercato. “Ci concentriamo sulla sostenibilità non perché siamo ecologisti, ma perché siamo capitalisti”⁷, così Larry Fink fa breccia nei cuori dei capitalisti più duri e puri, dando importanza alla sostenibilità a 360 gradi.
- 3- In risposta alla lettera di Larry Fink, in occasione del raduno della Business Round Table⁸, i 181 CEO delle più importanti aziende americane si accordano e definiscono “a new statement on the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’”. E’ un momento di svolta, perché le più grandi società americane dichiarano apertamente di passare a un economia shared-value, spostando l’obiettivo sul soddisfacimento di tutti gli stakeholder e non più solamente degli shareholder.
- 4- Un’ultima circostanza riguarda quella che possiamo definire “la vita di tutti i giorni”. Il concetto di sostenibilità è argomento stabile in molti quotidiani, sono sempre di più i corsi universitari, i master e le lauree in questa tematica e la nascita del ruolo del Sustainability Manager dimostrano che, la sostenibilità non è più un concetto astratto, ma reale ed importante. In aggiunta ormai tutte le grandi imprese hanno inserito nei loro documenti

⁶ <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/2021-larry-fink-lettera-ceo>

⁷ <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/larry-fink-ceo-lettera-2022>

⁸ Business Roundtable è un’associazione non profit americana, con sede a Washington, nata nel 1972 e che riunisce gli amministratori delegati delle principali aziende americane.

anche il Bilancio di Sostenibilità, in cui vengono iscritte tutte le azioni compiute dall'impresa a favore della sostenibilità, sia con bilanci annuali, che con impegni futuri a lungo termine.

Negli ultimi tre anni, seguendo le tendenze sia europee che mondiali, gran parte degli organi di vigilanza italiani hanno cominciato a sottolineare l'importanza alla sostenibilità per gli investitori istituzionali.

- 1- L'IVASS dal 2019 ha diffuso un regolamento concernente le governance delle aziende assicurative per adeguarsi alla Direttiva Europea 2009/138/CE, denominata Solvency II, in coerenza con le linee guida dell'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority). Il regolamento si occupa di valutazione e gestione nei temi di sostenibilità ambientale e sociale.
- 2- La Banca d'Italia, sempre nel 2019, ha emanato un comunicato stampa dal titolo "La Banca d'Italia dà valore alla sostenibilità negli investimenti finanziari", prendendosi la responsabilità di prediligere nei propri investimenti, "le imprese che impiegano metodi produttivi rispettosi dell'ambiente, che garantiscono condizioni di lavoro inclusive e attente ai diritti umani e che adottano i migliori standard di governo di impresa. A questo scopo ha modificato le modalità di gestione dei propri investimenti azionari attribuendo un maggior peso ai fattori che aumentano la sostenibilità (fattori ESG)"⁹.
- 3- Ancora nel 2019, la COVIP (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione), ha cominciato il processo tale per cui i fondi pensionistici vengano incoraggiati nell'adozione di strategie di lungo termine con

⁹ Banca d'Italia (2019). Comunicato stampa "Nella gestione dei propri investimenti finanziari la Banca d'Italia dà valore alla sostenibilità".

l'integrazione degli ESGs nella gestione del rischio delle strategie d'investimento, così da adeguarsi al D. lgs. n 147 del 2018, recepito dalla Direttiva Europea 2016/2341/CE.

Questo è il quadro generale in cui si inserisce il concetto di SRI, in cui vengono ripensati i ruoli dell'etica e della sostenibilità ambientale da parte dei principali agenti di mercato.

2. Impact Investing

2.1 Che cos'è l'impact investing?

L'origine del fenomeno dell'impact investing, trova la sua origine nei paesi di cultura anglosassone nell'ultimo decennio del '900, in conseguenza ai cambiamenti climatici e alla presa di coscienza di problematiche sociali, all'aumentare di nuove esigenze da parte delle istituzioni e al cambio di mentalità delle generazioni più giovani. Il mercato è rimasto di nicchia fintanto che il mercato cosiddetto tradizionale non è entrato in crisi (2007-2010), in quel momento, la sfiducia verso la finanza dilagava e c'era bisogno di un cambio di paradigma per riacquistare la fiducia da parte delle istituzioni finanziarie. Secondo gli studiosi e diversi attori del mercato, l'unico modo per riprendere la fiducia dei clienti e dei risparmiatori, era quello di riavvicinare i principi etici al mercato finanziario, cambiando le regole in tavola di principi e criteri di base che lo trascinano.

Andando a ritroso, si trovano altre forme di investimenti impattanti, con sfondo più sociale che ambientale, come ad esempio la Commonwealth Development Corporation, nata in UK nel 1948, o la World Bank's International Finance Corporation, più conosciuta come IFC, nata nel 1956 negli Stati Uniti. Durante gli anni della guerra in Vietnam, c'è stato un diffondersi di investimenti SRI, ossia intermedi, se andiamo ad analizzare la scala che va dagli investimenti tradizionali a quelli filantropici senza aspettative di ritorno di capitale (Figura 1), investimenti che evitano società con impatto sociale o ambientale negativo. Nel 1970, la fondazione Ford, ha realizzato il primo PRIs (Program-Related Investments), ossia un investimento con sfondo benefico ma che abbia anche un minimo interesse

di ritorno del capitale investito. Gli Impact Investing, quindi, derivano dall'incontro tra investimenti con puro financial value e puro social view, incontrandosi nel mezzo.

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

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

L'impact investing, è stato fino al 2007, un concetto esistente ma astratto allo stesso tempo, perché se da un lato questo tipo di investimenti erano reali, dall'altro non esisteva ancora un termine che lo definisse, in quanto, fino a quell'anno era rappresentato come una "piccola, disorganizzata nicchia di mercato che non aveva sufficiente leva finanziaria e che sarebbe rimasta tale ancora per molte decadi" (Monitor Institute, 2009). Il termine è stato coniato qui in Italia, al Bellagio Center della Rockefeller Foundation, definendolo come investimento che ha il duplice obiettivo di ritorno finanziario e di impatto positivo a livello ambientale o sociale. Negli ultimi anni, lo sviluppo di questo tipo di mercato è stato esponenziale, sia dal punto di vista territoriale, in quanto è diventato un concetto globale, sia dal

punto di vista quantitativo, essendo una delle maggiori strategie di investimento sostenibile¹⁰.

E' complicato trovare una definizione univoca per descrivere il fenomeno dell'impact investing, esistono troppe differenze negli investitori, nelle aree in cui si investe, nei tipi di mercato, nei rendimenti, oltre che per ragioni che spingono all'investimento. "Impact investing is both one thing and many things"¹¹ così veniva definito nel 2009 dal Monitor Institute. Se inizialmente la mancanza di una definizione non sembrava rappresentare un problema, in quanto ogni attore del mercato aveva le sue caratteristiche, e gli investimenti avevano i loro vincoli e limiti, in un secondo momento, ossia quando il mercato degli impact investing si è ampliato, gli investitori hanno dato sempre più importanza nel dare una definizione univoca al fenomeno. Le conseguenze alla mancanza di una definizione sono un lento sviluppo del mercato, una minore confidenza da parte degli investitori e la mancanza di reti condivise tra gli investitori. Queste conseguenze hanno portato ad una lenta diffusione del fenomeno, soprattutto tra i grandi investitori che non riescono a comprendere al 100% e ad un altro grande problema che riguarda il rapporto con le istituzioni governative che non riescono ad elargire nessun tipo di aiuto. Un ultimo danno dovuto al problema definitorio è recato agli accademici, in quanto data la mancanza di una definizione precisa non riescono a proseguire studi specialistici.

La troppo ampia definizione di impact investing comprende diversi attori di mercato, diversi strumenti finanziari, diverse aree di impatto e tipi di

¹⁰ EUROSIF (2018). European SRI Study. Brussels

¹¹ Freireich J., Fulton K. (2009). Investing for Social & Environmental Impact: A Design for Catalyzing an Emerging Industry. San Francisco, CA: Monitor Institute.

investimento. Questa confusa divisione del mercato è considerata dal GIIN (Global Impact Investing Network), che è una rete internazionale di attori del mercato degli impact investing nata nel 2009 per lo sviluppo del mercato, come uno dei principali ostacoli che rallentano la crescita di questi tipi di investimenti¹². Questo è il motivo per cui molti studiosi accademici hanno analizzato più documenti per trovare le principali falle definitorie e terminologiche dell'impact investing.

Dall'insieme di questi studi sono nate due teorie interne agli operatori di mercato, quella con più seguaci è quella intenzionalista, l'altra, quella minoritaria, è la teoria dell'addizionalità. Le reti esterne internazionali, invece, continuano a considerare gli impact investing come dei semplici SRI, pur riconoscendone il tratto proattivo degli investitori, il cui obiettivo è generare attivamente un positivo impatto, ambientale o sociale che sia, non semplicemente escludendo dai propri investimenti coloro che non sono sostenibili. Mentre, il World Bank Group¹³ e l'OCSE¹⁴ considerano gli impact investing come degli ottimi mezzi per raggiungere gli SDGs proposti nell'Agenda 2030.

La teoria intenzionalista

La tesi intenzionalista è stata ideata dal GIIN (Global Impact Investing Network), ed è supportata da altri vari enti quali: l'EUROSIF¹⁵, il SIIT¹⁶ e

¹² The GIIN (2018). Annual Impact Investor Survey

¹³ Il World Bank Group, è la banca mondiale che al suo interno ha diverse istituzioni internazionali per lo sviluppo dei paesi più poveri o per la ricostruzione.

¹⁴ L'OCSE è conosciuto internazionalmente come OECD, è l'organizzazione per gli studi economici composta da 35 stati, fondata a Parigi nel 1948.

¹⁵ L'European Sustainable Investment Forum, è il Forum dell'Unione Europea per la finanza sostenibile.

¹⁶ La Social Impact Investing Task force, è stata creata con l'obiettivo di coordinare i paesi del G8 con altri 13 paesi UE nella facilitazione per lo scambio di informazioni per quanto riguarda gli investimenti impattanti.

dal Forum per la finanza sostenibile¹⁷. Come detto, è la teoria predominante, che ha permesso agli impact investing di passare da un fenomeno preso in considerazione solamente da pochi attivisti, a un tipo di investimento gradito anche dai giganti della finanza. Il GIIN nel 2014 ha definito il fenomeno come “l’insieme degli investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l’intento di generare un impatto sociale e ambientale misurabile e in grado, allo stesso tempo, di produrre un ritorno economico per gli investitori”¹⁸. Secondo la definizione, quindi, il GIIN trova 4 caratteristiche principali:

- 1- L’intenzionalità: esprime la volontà da parte dell’investitore di produrre un impatto positivo sia dal punto di vista dell’ambiente che della società. Quindi l’impact non è una conseguenza, bensì l’obiettivo primario dell’investimento.
- 2- Il rendimento finanziario atteso: può cambiare in base al tipo di investitore e al loro obiettivo, ma come minimo obiettivo c’è quello della restituzione del capitale investito. Non si tratta quindi di beneficenza o di filantropia, in cui non è prevista la restituzione del capitale. Questo perché comporterebbe a investimenti di breve termine che non comporterebbero vantaggi dal punto di vista della sostenibilità.
- 3- Diversità di rendimenti e di assets class: i rendimenti possono essere in linea con il mercato o inferiori comprendendo diversi assets class: liquidità, anticipi dei flussi di cassa, fondi di investimento sia diretti che indiretti.

¹⁷ Il Forum per la finanza sostenibile è un’associazione senza scopo di lucro nata nel 2001 con l’intento di promuovere la finanza sostenibile.

¹⁸ <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

- 4- La misurabilità: non dei rendimenti, bensì dell'impatto sociale e/o ambientale che l'investimento porta, attraverso la rendicontazione degli impact generati.

Nel 2019, sempre il GIIN, ha marcato ulteriori tre caratteristiche del mercato:

- 1- L'utilizzo di dati certi prima di procedere con l'investimento. Non si basa, quindi, su intuizioni o su idee, ma su dati certi che misurano l'impatto ambientale e/o sociale che l'investimento porterebbe.
- 2- La nascita di programmi di feedback per monitorare le performance in atto degli investimenti. Sono strumenti di verifica per far sì che si capisca se gli investimenti stanno andando come previsto o se ci siano alcuni problemi, sia dal punto di vista sostenibile che dal punto di vista del ritorno finanziario.
- 3- L'obiettivo di crescita del mercato, attraverso la condivisione di tutte le informazioni e le esperienze in possesso da parte degli investitori, così da attirare nuovi attori che possono operare all'interno del mercato.

Secondo la teoria intenzionalista, quindi, il punto cardine è rappresentato dall'investitore proattivo, che ha l'obiettivo primario di creare un impatto positivo dal punto di vista sociale e/o ambientale, ma che per aiutare la crescita del mercato investe anche in strumenti di misurazione delle performance, in condivisione delle conoscenze e in ricerca.

Creando una matrice 2x2 e mettendo come oggetto l'intenzionalità, si possono suddividere gli investitori in quattro categorie:

- 1- Finance only: l'unico obiettivo è quello del vantaggio economico e dell'ottimizzazione degli investimenti, ha carattere puramente commerciale.
- 2- Finance first: l'obiettivo primario è quello della massimizzazione dei rendimenti dell'investimento, ma sono interessati anche a creare un impatto positivo.
- 3- Impact first: al contrario del punto 2, l'obiettivo primario è quello della creazione di un impatto positivo, ma hanno anche quello del generare profitto dall'investimento.
- 4- Impact only: l'unico obiettivo è quello di generare un impatto sociale e/o ambientale positivo, ha carattere puramente filantropico.

Secondo gli studi, le categorie che rientrano negli impact investing sono sia quella dell'Impact first che del Finance first, quindi per appartenere alla categoria deve esserci un duplice obiettivo, sia quello prettamente finanziario che quello di generazione di impatti positivi.

Un'altra divisione deriva direttamente dall'EVPA (European Venture Philanthropy Association)¹⁹ la quale propone una divisione sugli impact investing basata sia sull'intenzionalità che sulla strategia, che è data dalle modalità con cui vengono organizzate le attività degli investitori con l'obiettivo di generare impatti positivi, di avere utili dai rendimenti degli investimenti e di gestire il rischio dei due punti precedenti.

Come possiamo vedere dalla Figura 2, gli impact investing si dividono in due categorie, investing for impact e investing with impact.

¹⁹ EVPA (2019). Investing for impact. EVPA Impact strategy.

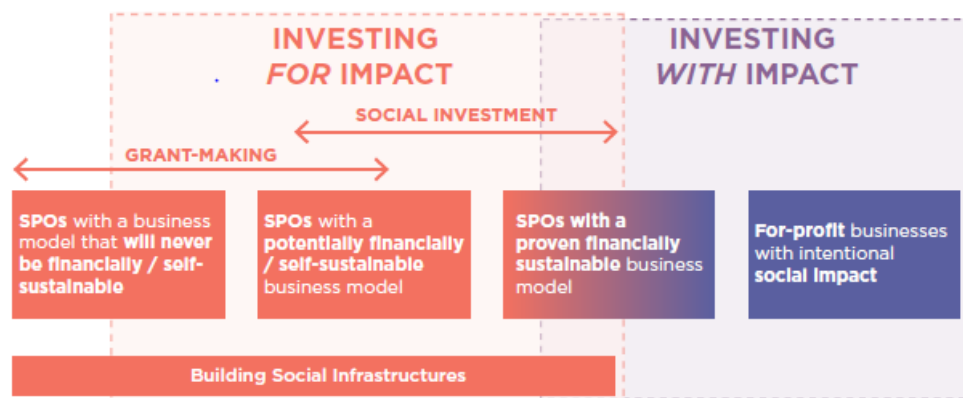


Figura 2: Divisione degli investitori EVPA. (EVPA, 2019, Investing for impact)

- Investing for impact: l'investitore si concentra in primis sulla creazione di un impatto positivo, cercando in un secondo momento lo strumento finanziario più adatto a raggiungere l'obiettivo. Per arrivare all'obiettivo principale che è quello del positive impact, sono disposti a una parte del rendimento finanziario. Gli attori investono soprattutto in SPOs (Social Purpose Organizations)²⁰, cercano soluzioni finanziarie alternative, si assumono rischi maggiori e in alcuni casi portano un capitale limitato, fornendo però conoscenze dal punto di vista non finanziario. Un esempio sono i venture philanthropist, enti di beneficenza che nella concessione di capitali hanno adottato un approccio aziendale e tramite l'utilizzo di strumenti finanziari ottengono un impatto ambientale e/o sociale positivo.
- Investing with impact: qui devono coesistere, tendenzialmente alla pari, sia la generazione di impatti ambientali e/o sociali positivi, sia l'obiettivo di utili finanziari. Questo metodo si basa sulla concessione di capitali a imprese con scopo di lucro che portano con sé anche obiettivi sostenibili, senza tralasciare i rendimenti finanziari. La categoria investors with impact

²⁰ Gli SPOs sono organizzazioni che operano generando impatti ambientali e/o sociali positivi misurabili. Negli SPOs ci sono organizzazioni No-Profit, aziende con scopo di lucro e aziende ibride. Queste organizzazioni sono le dirette generatrici di impatti positivi.

è composta da banche, fondi pensione, società di gestione del risparmio, che hanno interesse anche nel creare un impatto positivo.

Anche il SIIT (Social Impact Investing Task force)²¹ adotta la teoria intenzionalista, il quale sottolinea l'importanza della proattività degli investitori che ricercano il profitto finanziario attraverso la generazione di impatti positivi. L'obiettivo del SIIT è quello di prendere spunto dal modello anglosassone, valorizzando le caratteristiche del mercato italiano²².

Teoria dell'Addizionalità

È la principale teoria che si contrappone a quella intenzionalista, ideata e supportata dal EVPA (European Venture Philanthropy Association), che è un gruppo internazionale che è nata nel 2004 il cui goal è quello della promozione dei Venture Philanthropy e dei Social Investment nel vecchio continente.

L'associazione afferma che l'obiettivo principale dell'impact investing è quella di “sviluppare nuovi, più appropriati e migliori modelli di soddisfacimento dei bisogni sociali delle nostre comunità, creando soluzioni che siano socialmente innovative”²³. Secondo la definizione, quindi, gli investitori non devono soffermarsi solamente nella creazione di impatti ambientali e/o sociali positivi, bensì trovare innovazioni che creino un cambiamento radicale, che porti a prodotti o servizi con un valore più

²¹ Il SIIT è stato istituito in ambito G8 ed è il National Advisory Board italiano.

²² Social Impact Investment Task Force (2015). La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia. Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8. Roma

²³ Balbo L., Brusoni M., Caselli S., Vecchi V. (2016). Principles and practices of impact investing. A catalytic revolution. New York, Routledge

grande o che siano meno negativamente impattanti sull'ambiente o sulla società.

Seguendo il pensiero di Balbo²⁴ l'investitore ha il compito di applicare la tipica vision e la metodologia degli investimenti tradizionali, ma con una precisa selezione soprattutto verso settori quali educazione, sanità o altri servizi, i quali le fasce meno abbienti faticano a permettersi in maniera consona.

Secondo gli addizionalisti, quindi, gli impact investors hanno come obiettivo primario è quello dell'ottimizzazione della missione sociale o ambientale che sia, e solo in un secondo momento si valuteranno la creazione di impatti e i rendimenti finanziari.

Le critiche a questa teoria, portate dagli intenzionalisti, riguardano la difficoltà dovuta al capire quale sia la componente addizionale che genera valore, riducendo l'attrattività del mercato, rendendolo ancora più di nicchia, invece che cercando di aprirlo a più investitori possibili.

La teoria addizionalista, si concentra quindi, su un'analisi controfattuale, ossia se l'investitore non avesse investito in quell'impresa, progetto o idea, cosa sarebbe successo? Secondo la teoria, gli investitori diventano impact investors se, quell'evento senza il loro finanziamento non sarebbe accaduto. I risultati prodotti dagli investimenti devono essere oltre che visibili e generanti impatti positivi, anche replicabili in un futuro. Questa teoria viene applicata in maniera particolare in settori come quello sanitario o scolastico.

²⁴ L. Balbo è co-founder di Venture I, il primo fondo italiano di impact investing, e dell'EVPA.

SRI (Sustainable Responsible Investing)

L'EUROSIF inserisce gli impact investing all'interno della lista delle possibili strategie di SRI. L'ente, all'interno del suo report "European SRI Study 2018" si basa sulla definizione data dal GIIN. Le sette strategie di investimento sostenibile e responsabile sono:

1. ***Exclusion of holdings from investment universe***: strategia basica che prevede la semplice esclusione dal proprio portafoglio di investimenti quelle aziende, quei settori o quegli stati che non adottino strategie sostenibili. Un esempio è quello di escludere dal proprio portafoglio le aziende produttrici di tabacco o armi.
2. ***Norms-based screening***: è un procedimento che si basa sul rispetto di vincoli e regole proposte dai più grandi enti internazionali come OCSE e ONU (avvalendosi delle sue agenzie come UNICEF, ILO, UNEP e UNHCR). La maggior parte delle norme deriva dall'OECD 2011²⁵ e dalla politica sociale delle varie agenzie ONU.
3. ***Best in class investment selection***: si basa sulla scelta delle migliori aziende a livello di sostenibilità, in un certo tipo di settore, categoria o stato.
4. ***Sustainability themed investment***: strategia che si focalizza su un certo tipo di problematica, come ad esempio la crisi climatica, l'accesso al cibo. Trovato la problematica dove si vuole investire si passerà alla ricerca di un portafoglio adeguato.
5. ***ESG integration***: i principi ESGs sono fattori fondamentali all'interno del processo di investimento e di gestione del portafoglio.

²⁵ OECD 2011. Sono le linee guida emanate dall'OCSE per le imprese multinazionali.

6. **Engagement and voting on sustainability matters:** strategia che non si basa solo sul mero investimento, ma che richiede una partecipazione attiva ai problemi di sostenibilità. La strategia sarà soft se l'investitore sarà solo ospite alle conferenze, riceva comunicazioni e faccia incontri informativi con l'azienda. Mentre sarà hard nel caso in cui partecipi attivamente con il diritto di voto all'interno dell'assemblea.

7. **Impact investing.**

La definizione EUROSIF è sicuramente la più diffusa a livello internazionale, ce ne sono altre, però, di altrettanto importanti. Sono quelle proposte dalla GSIA²⁶, PRI Association²⁷ e EFAMA²⁸. Come si può vedere nella *figura 3*, solamente l'EUROSIF e la GSIA identificano gli impact investing come una possibile strategia di investimento sostenibile.

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

Figura 3: Eurosif (2018). European SRI Study. Brussels. Le strategie di investimento responsabile secondo le varie associazioni.

²⁶ GSIA. Global Sustainable Investment Alliance.

²⁷ PRI Association. Principles for Responsible Investment Association.

²⁸ EFAMA. European Fund and Asset Management Association.

Oltre ad EUROSIF e GSIA anche il Forum per la Finanza Sostenibile²⁹ sostiene che l'impact investing sia una forma di investimento sostenibile e responsabile citando anch'esso la definizione intenzionalista del GIIN. Al contrario del EUROSIF, però, il Forum non comprende la caratteristica dell'addizionalità. Il Forum europeo per la finanza sostenibile, infatti, sostiene certamente la teoria intenzionalista, includendo però anche la caratteristica dell'addizionalità come caratteristica distinguente di questo tipo di investimenti.

La realtà molto semplicistica creata dall'EUROSIF per quanto riguarda la correlazione tra Impact Investing e SRI, accreditata da alcuni studiosi come Shulman e George³⁰, è stata invece confutata da molti altri ricercatori del settore. Geoby, Westley e Weber, infatti, nel loro articolo "Enabling social innovation through developmental social finance" pubblicato nel *Journal of Social Entrepreneurship*³¹, distinguono con fermezza le due strategie. Secondo la loro teoria, gli SRI sono solamente quelle strategie di investimento basate su una selezione tramite gli ESG, mentre gli investimenti impattanti hanno contemporaneamente il duplice obiettivo di creazione di valore economico e di un positivo impatto ambientale e/o sociale. Sono gli stessi protagonisti degli impact investing a sposare questa teoria separatista, in quanto gli SRI, al di là di una semplice cernita di imprese non in linea con i principi ESG, comunque hanno un rendimento finanziario uguale o simile a quelli di un fondo d'investimento tradizionale. Riassumendo gli SRI sono investimenti che effettuano una

²⁹ Il Forum per la Finanza Sostenibile è uno dei vari fondatori dell'EUROSIF.

³⁰ Shulman J. M., George B. (2012). Growing jobs and getting returns: Impact investing through entrepreneurs. *Journal of Global Business Management*.

³¹ Geobey S., Westley F. R., Weber O. (2012). Enabling social innovation through developmental social finance. *Journal of Social Entrepreneurship*.

selezione di imprese che impattano negativamente con l'ambiente e/o la società, scartandole così dal proprio portafoglio, includendo, invece, quelle aziende che sono in linea con i principi degli ESG. Dall'altra parte, gli impact investment non hanno l'obiettivo di limitare gli impatti negativi, ma voglio creare un impatto positivo.

Esistono dunque due elementi distintivi, natura dell'investimento, in quanto i titoli negoziati dagli SRI sono presenti nei pubblici mercati, mentre quelli domandati dagli impact investors non sono presenti pubblicamente, e la grandezza dell'azienda in cui vado ad investire, mentre gli SRI operando sui mercati pubblici comprano solo titoli di grandi imprese, un tratto distintivo degli impact investors è quello di scegliere investimenti in aziende medio piccole³².

Gli impact investors "puri" combattono questa battaglia ogni giorno, contro molti investitori main stream e istituzioni, che, probabilmente per cercare di rendere più pura la loro posizione, definiscono gli impact investment come una semplice strategia di investimento sostenibile e responsabile.

Questa falla definitoria, che accompagna il mondo degli impact investing, non è sicuramente di aiuto al settore, in quanto complica il lavoro di investitori, esperti e ricercatori.

SDGs (Sustainable Development Goals)

³² Höchstädter A. K., Scheck B. (2015). What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners. *Journal of Business Ethics*.

Gli SDGs sono gli obiettivi dettati dall'ONU per uno sviluppo sostenibile, attraverso l'Agenda 2030³³. La Banca Mondiale vede negli impact investing un ottimo modo per investire i fondi privati per raggiungere gli SDGs. Secondo uno studio effettuato dall'International Financial Corporation³⁴, buona parte degli impact investors utilizzano gli SDGs come termine di paragone per la valutazione dei risultati ottenuti dai propri investimenti. Sempre l'IFC ha emanato nell'aprile 2019 un insieme di principi redatti da 77 organizzazioni internazionali, denominati “Operating principles for Impact Management”³⁵. I principi sono i seguenti:

1. Gli obiettivi strategici di impatto devono essere coerenti con l'investimento;
2. L'impatto deve essere gestito con tutto il portafoglio, non solo con il singolo investimento;
3. Il valore che porta il Manager per il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità deve essere stabilito con precisione;
4. Le impact expectations di ogni singolo investimento devono essere predeterminate seguendo un approccio sistematico;
5. Eventuali impatti negativi devono essere determinati, indirizzati, monitorati e gestiti;
6. L'andamento di ogni investimento rispetto all'obiettivo deve essere monitorato;

³³ Quadro di riferimento globale per quanto riguarda temi di sostenibilità ambientale, sociale e di governance.

³⁴ L'IFC è un'agenzia della Banca Mondiale, importante soprattutto per quanto riguarda lo sviluppo dei mercati emergenti.

³⁵

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

7. Quando si effettua una vendita devono essere considerati gli impatti che tale vendita porterà;
8. In base all'andamento e all'eventuale raggiungimento degli obiettivi prefissati, vanno rivisitati i processi e prese eventuali nuove decisioni;
9. L'andamento dei propri investimenti deve essere reso pubblico;

Non è solo l'IFC ad aver trattato gli impact investing in stretta correlazione con gli SDGs. Il GIIN, all'interno di un suo trattato del 2018³⁶, ha mappato tutti gli impact investor targettizzandoli in base agli SDGs e alle diverse aree di impatto, con il fine di rendere chiaro il percorso comune che c'è tra obiettivi degli investitori stessi e quelli dell'Agenda 2030. Anche il GSG³⁷, in un suo trattato anch'esso del 2018 denominato "the promise of financial for the SDGs"³⁸, elenca tutti quegli strumenti finanziari che possono essere utili per raggiungere gli obiettivi di uno sviluppo sostenibile. All'interno dell'elenco sono presenti diversi elementi che rimandano agli impact investing. L'OCSE nel 2019 sostiene che gli impact investing siano una nuova modalità per incrementare gli investimenti totali per raggiungere gli SDGs. Infine, la Toonic³⁹ dichiara all'interno del suo sito web⁴⁰ che gli impact investors devono avere l'obiettivo di risolvere i grandi problemi mondiali, dando una correlazione agli SDGs che sintetizzano buona parte di essi.

³⁶ Financing the sustainable development goals: impact investing in action (2018), by The GIIN Global Impact Investing Network

³⁷ Global Steering Group for Impact Investing: ente indipendente creato nel 2015 dalla SIIT per sviluppare il proprio lavoro all'interno del mondo degli Impact Investing.

³⁸ Global Steering Group for Impact Investment (Ottobre 2018). Investing for A Better World Strengthening the Financial Services Value Chain to Meet the Sustainable Development Goals. Working Group Report.

³⁹ Toonic: comunità internazionale di impact investors che collaborano tra di loro

⁴⁰ <https://toniic.com/impact-investing/>

La correlazione che c'è tra SDGs e Impact Investing ci permette di inquadrare definitivamente la crescita di questo mercato dopo il rimescolamento delle carte dei mercati finanziari in seguito alla crisi economica del 2007. Inoltre, non fa che dimostrare sempre di più quanto questo confine tra SRI, Impact Investing e sviluppo sostenibile sia quasi invisibile.

Ulteriori definizioni di Impact Investing

WEF

Secondo il World Economic Forum gli impact investing sono una strategia di investimento con il duplice obiettivo di creare un rendimento finanziario positivo e un impatto ambientale e/o sociale positivo. La focalizzazione non è sull'intenzionalità, ma piuttosto sull'azione. Gli investitori sono disposti a perdere una parte di guadagni per realizzare un profitto maggiore.

IESE

Lo IESE⁴¹ definisce gli impact investing come ogni investimento profittevole che generi volutamente un impatto positivo per la società.

OECD

Secondo l'OECD l'impact investing è dato dalla fornitura di mezzi e capitali al mondo del Terzo Settore, con l'obiettivo di creare compenso economico, oltre che di sostenibilità. Qui viene esplicitata la presenza del Terzo Settore.

⁴¹ IESE: Business School dell'Università di Navarra

GSG

Gli Impact Investment sono in grado di ottimizzare il rischio, il rendimento finanziario e l'impatto sostenibile. Gli investitori devono definire sia obiettivi di tipo sostenibile sia di tipo finanziario.

GSIA

Sono gli stessi Impact Investing ad indirizzare i capitali verso idee che si propongono come risolutori di problemi ambientali e/o sociali. Qui sono inclusi anche i community investing, ossia investimenti in comunità tradizionalmente esclusi.

Categorie di impact investing

Il problema definitorio, oltre che a livello teorico, crea disagi anche a livello pratico, in quanto diventa complicato capire quali possano considerarsi o meno degli investitori impattanti. All'interno della definizione di "impact investing", infatti, vi si sottopongono diversi obiettivi, investimenti e pratiche. Gli impact investors si suddividono quindi in categorie, in base a delle macroaree, quali:

- 1- Tipologia di investitori: all'interno del mercato degli "impact investing" operano una moltitudine di attori, che si possono raggruppare in due macrocategorie. Chi detiene direttamente il capitale, definiti come *asset owner* e possono essere persone fisiche, aziende, fondazioni, governi. Chi gestisce il capitale altrui, definiti come *asset manager*, e possono essere banche, assicurazioni, fondi pensione, società di gestione del risparmio, società di intermediazione finanziaria, ecc...

All'interno di queste categorie l'interesse da parte delle istituzioni varia completamente. Se pensiamo alle banche, ad esempio, ce ne sono alcune

che offrono semplicemente alcuni prodotti, altre che creano dei veri e propri dipartimenti e altre ancora che sono incentrate solamente su investimenti sostenibili.

- 2- Tipologia di attori di mercato: anch'essi hanno un'ampia varietà, dato che gli obiettivi possono essere differenti da soggetto a soggetto. I più "puri" sono gli enti del terzo settore che cercano di raggiungere scopi ad impatto sostenibile, senza interesse al ritorno di capitale. Poi ci sono i filantropi, che cercano di allocare nel miglior modo possibile cercando il miglior ritorno sia finanziario che ambientale e/o sociale. Le organizzazioni pubbliche, le quali sono interessate solamente alla riuscita di un singolo progetto. Gli investitori passivi, che operano solamente per rispondere a criteri di sostenibilità. Ed infine, i policy driven, che sono coloro che sono in grado di influenzare il mercato e che sono quindi interessati all'impatto che si genera da un certo tipo di investimenti.
- 3- Mercato in cui si investe: esistono investitori maggiormente legati al territorio che preferiscono investire nel mercato interno, diminuendo costi legati all'esigenza di vicinanza tra investitori ed imprese. Altri investitori prediligono investimenti in aree notoriamente povere. E altri ancora non hanno interesse in base al luogo dove verranno investiti i capitali. Essendoci un'ampia varietà di mercati, è logico che un certo tipo di investimenti possono essere considerati impattanti in uno stato piuttosto che in un altro. Ad esempio, la costruzione di una scuola elementare in un paese dell'Africa Centrale è sicuramente impattante, al contrario di un investimento analogo in Scandinavia.
- 4- Classi di attività: gli strumenti finanziari a disposizione per gli impact investors sono molteplici: investimenti diretti, azioni, hedge funds, ecc...

- 5- Rendimenti: collegata al punto 4, essendoci un'ampia varietà di strumenti finanziari esistono diverse possibilità di rendimento.
- 6- Motivazione degli investitori⁴²: gli attori possono essere attratti da volontà differenti e, di conseguenza, pianificare strategie diverse:
 - a. Blended strategies: il rendimento in questo caso è “misto” tra finanziario e sostenibile. Gli investors sono in grado di accettare un rendimento minore o un rischio maggiore, cedendo quella parte mancante rispetto ad un investimento normale a benefici ambientale e/o sociali.
 - b. Market rate – with impact: in questo caso viene scelto l'investimento impattante in base al possibile rendimento di mercato.
 - c. Sector focused: esistono investitori che si focalizzano solamente su alcuni settori, concentrando i loro investimenti in un certo mercato.
 - d. Impact Alpha: concentrano i loro sforzi nella ricerca del miglior impatto sociale/ambientale, non concordando con l'idea di trade-off tra ritorno finanziario e impatto.
- 7- Tipologia di impatto: si dividono in due tipologie: product impact, in cui l'impatto è creato direttamente dal prodotto/servizio erogato dall'azienda. Operational impact, in cui l'impatto è generato dalle azioni del top management per quanto riguarda l'azienda di per sé (meno emissioni, salute dei lavoratori, ecc...).
- 8- Tipologie di imprese in cui investire: si dividono, anche qui, in due categorie: imprese con scopo di lucro che hanno all'interno della vision aziendale l'intento di generare impatti positivi misurabili, e imprese senza scopo di lucro che hanno acquisito, anche parzialmente, un'ottica imprenditoriale all'interno della loro gestione.

⁴² The Case Foundation (2014). A short Guide to Impact Investing.

Ci sono, però, peculiarità comuni a tutti i soggetti che ricevono capitali dagli impact investors: una missione sociale long term, la misurazione quanto più precisa possibile degli impatti generati, reinvestire gli earnings per nuovi impatti positivi. Le tipologie di imprese in cui investire variano, però, anche in base allo stato dell'azienda: start-up o imprese mature.

- 9- Nuovi attori di mercato: esistono piattaforme specializzate negli impact investing utilizzate come “borse sociali”, ci sono poi diverse forme di associazione, sia dal punto di vista degli investitori che delle aziende.

Il mercato degli “impact investing”, come visto, mischia diverse forme di investimento ed è molto aperto in termini di tipologia di aziende, tipi di investimento, settori di attività, ecc... Al contrario, magari, di altre forme di investimenti sostenibili, come la social finance, che si focalizzano su particolari aspetti.

Reeder e Colantonio definiscono questo mondo come “l'evoluzione di un variegato universo di investimento verso una classe di investimenti più omogenea che ha come comun denominatore il forte impegno nella valutazione dell'impatto generato”⁴³. Questa definizione aiuta a capire come questo fenomeno sia tanto complicato quanto ampio, includendo al suo interno un insieme non ancora chiuso di investitori, strumenti finanziari e aziende.

Problemi definitivi

Le varie forme di investimento ad impatto positivo e i differenti approcci ad essi, utilizzati finora per rappresentare il fenomeno degli impact

⁴³ Reeder N., Colantonio A. (2013). Measuring impact and non-financial returns in impact investing: A critical overview of concepts and practice. EIBURS Working Paper 1

investing, sono seguiti da una vasta varietà di termini sia in Italia che nel mondo.

In ambito internazionale, sono utilizzati diversi termini come sinonimi di impact investing, ma solamente alcuni possono essere ritenuti corretti. Gli studiosi utilizzano come sinonimi “social investment” e “social impact investment”. Mentre alcuni utilizzati erroneamente sono “socially responsible investing”, “value based investing” e “sustainable and responsible investing”.

Per quanto riguarda, invece, l’ambito nazionale, il termine più corretto nella nostra lingua per rappresentare gli impact investing è “finanza ad impatto”, escludendo espressioni come finanza sostenibile, etica o sociale.

Questa varietà di termini e questa poca chiarezza, come già visto nei paragrafi precedenti porta solamente ad aumentare la confusione del consumatore e rende più difficile il propagarsi di questo mercato.

2.2 Impact investing nel mondo

Gli albori dell'impact investing, con le dovute differenze, trovano origine nei paesi di cultura anglosassone, in particolare USA, Regno Unito e Australia. Solo in un secondo momento il fenomeno si è diffuso in tutto il continente europeo e nei paesi in via di sviluppo. Caratteristica interessante è data dal fatto che nonostante il fenomeno iniziasse a svilupparsi nello stesso momento in 3 stati differenti, la natura e alcune caratteristiche sono differenti.

USA

Gli Stati Uniti, ad oggi, sono la maggiore fonte di impact investing, con un numero ragguardevole di investitori e un adeguato mix di politiche pubbliche, di comunità coinvolta e di privati intraprendenti. Un ecosistema equilibrato, quindi, che trova le sue origini negli anni Novanta, quando le organizzazioni filantropiche, iniziano a modificare il loro modus operandi nell'economia, cercando di rendere uniforme la gestione dei finanziamenti nelle varie mission. Entrando più nello specifico, le fondazioni si sono aperte a nuove forme di investimento più remunerative, come i mission – related, riposizionando all'interno del mercato le grandi fondazioni filantropiche americane, andando così a ridurre l'ampia differenza esistente tra esse e gli investitori tradizionali. Negli anni precedenti c'erano state numerose critiche e scandali dovuti al fatto che le fondazioni investissero o regalassero solo una parte minoritaria del proprio capitale alle mission prefissate. La trasformazione delle fondazioni è stata accelerata dalla crisi dei mercati finanziari degli anni 2000, andando a coprire quella fascia di investitori con esigenze sempre più differenti.

Fondazioni come Rockefeller, Ford, MacArthur, insieme ad un insieme di contributi e incentivi statali, e il propagarsi di società di consulenza in impact investing, hanno messo le basi per la creazione di un mercato stabile e forte, sempre improntato alla ricerca di novità e sperimentazioni.

Australia

Come detto in precedenza, nello stesso periodo degli USA, anche in Australia iniziava lo sviluppo del mercato degli impact investing. Il mercato australiano, però, presenta delle caratteristiche particolari che lo hanno reso più forte di fronte alla crisi economico finanziaria del 2007. Qui di seguito una serie di punti che caratterizzano il mercato finanziario e quello delle imprese sociali nello stato oceanico:

- 1- Storia e tradizione di imprese di comunità, come le cooperative, di imprenditori locali che insieme creano delle imprese di proprietà comune e di “indigenous business”, ossia aziende che supportano le comunità locali native.
- 2- Sono importantissimi gli investimenti effettuati a livello di fondi pensione e di TFR, un settore molto sviluppato.
- 3- La posizione centrale ricoperta dal governo nazionale e federale e dal public sector in generale.
- 4- La maggior parte degli sforzi degli investitori vengono spesi nel mercato interno.

Queste sono le caratteristiche dell’ecosistema australiano che hanno portato allo sviluppo del mercato degli impact investing con un duplice fine, da un lato quello di rendere il più remunerativi possibile gli investimenti della popolazione pensionata (attraverso l’utilizzo di fondi

pensione e TFR), dall'altro lato quello di guidare gli investimenti verso un ritorno sia economico che ad impatto sociale e/o ambientale positivo per tutti gli australiani. La collaborazione tra ricercatori, investitori istituzionali e la società, ha portato alla redazione del "Sustainable financial roadmap", con l'obiettivo di guidare gli attori dell'economia australiana verso investimenti sostenibili con l'obiettivo di arrivare ad un'economia più sostenibile.

Altro acceleratore del mercato degli impact investing è dato, come in buona parte degli stati, dalla riduzione della spesa pubblica e dei capitali filantropici. Vi è necessità quindi di incontro tra settore pubblico e privato, al fine di soddisfare i bisogni della popolazione, su termini basilari quali la sanità, l'educazione o il settore immobiliare. Il settore pubblico australiano è molto attivo per cercare di sviluppare il mercato degli impact investing. Infatti, è stato istituito il SII, ossia una task force per lo sviluppo dei social impact investing, ha stanziato fondi per lo sviluppo del mercato offrendo prestiti a tassi agevolati per le imprese orientate ad uno sviluppo con impatto positivo, alcuni stati federali hanno emesso alcuni social impact bond⁴⁴ con il fine di risolvere dinamiche dovute a problemi sociali, alla sanità e alla criminalità, infine il governo ha obbligato le grandi imprese a rendicontare annualmente per quanto riguarda le condizioni lavorative dei propri dipendenti attraverso il "Modern Slavery Act".

Regno Unito

Uno sviluppo più tardivo ce l'ha avuto il Regno Unito, in quanto l'esplosione è avvenuta post crisi economico finanziaria del 2007/2008.

⁴⁴ I social impact bond sono strumenti finanziari emessi dal settore pubblico per raccogliere fondi dei privati, con l'obiettivo di raggiungere un determinato scopo sociale

L'origine dello sviluppo è dovuta alle istituzioni, in maniera particolare al governo Cameron⁴⁵. Il Primo Ministro conservatore, durante la sua legislatura, ha lanciato la cosiddetta "Big Society", un progetto che metteva al centro le organizzazioni del terzo settore, portando ad un cambiamento radicale nella vita dei cittadini inglesi. I cittadini iniziavano ad essere protagonisti nella vita del quartiere, cercando di risolvere problemi sociali, limitando così l'intervento dello Stato. Questa politica ha portato alla creazione della "Big Society Capital", la prima istituzione finanziaria con l'obiettivo di creare impatti positivi. Questa istituzione, nata nel 2012, è stata di centrale importanza per lo sviluppo della "Big Society", era una banca creata ad hoc per raccogliere investimenti sia pubblici che privati, messa a servizio per creare impatti positivi nella società britannica. Le fonti di finanziamento iniziali furono due: gli investimenti di quattro colossi della finanza, HSBC, Royal Bank of Scotland, Lloyds Banking Group e Barclays, e l'utilizzo dei conti dormienti di società e banche. In quest'ultimo caso il procedimento è molto dettagliato e studiato: come prima cosa le banche e le società portano i capitali dei conti dormienti al fondo per i reclami, il quale ne trattiene una piccola parte per eventuali richieste future, il denaro restante viene investito tramite il "Big Lottery Fund", a questo punto il fondo cede la parte proveniente da soldi inglesi al "Big Society Trust", che è una società a partecipazione totale della "Big Society Capital". Gli investimenti della banca non sono mai direttamente alle aziende, ma si affida ad intermediari di finanza sociale, i quali si preoccupano di finanziare le aziende ad impatto positivo.

⁴⁵ David Cameron, Primo Ministro inglese dal 2010 al 2016.

Data l'origine istituzionale degli impact investing in UK, il suo sviluppo è stato diverso rispetto ad Australia e USA, con una maggiore rapidità, con presenza di attori mainstream, i principali asset manager offrono prodotti con al suo interno azioni ad impatto positivo e una crescita spropositata degli intermediari finanziari di finanza sostenibile.

Ulteriori passi in avanti in Regno Unito sono avvenuti nel 2019, quando è stato fondato l' "Impact Investing Institute" e il "Green Finance Institute", con l'obiettivo di accelerare e migliorare il mercato degli investimenti ad impatto sociale e/o ambientale.

Europa Continentale

Il continente europeo, in maniera particolare con Francia e Germania, è il quarto grande polo di sviluppo degli impact investing. Negli ultimi anni dello scorso secolo, queste nazioni sono state attraversate da importanti fenomeni di emancipazione sociale e, contrariamente ai paesi di origine anglosassone, hanno un settore pubblico molto attivo nell'economia statale, con importanti interventi in settori come la sanità, l'istruzione e l'housing. In questi paesi, quindi, il fenomeno degli impact investing si basa su una forte collaborazione tra investimenti pubblici e privati. Come riportato nel report annuale OCSE nel 2019, Germania e Francia sono nei primi posti tra gli stati che hanno implementato politiche ad impatto con una strategia di cooperazione tra pubblico e privato, con i vari fondi e SGR che hanno l'obiettivo della ricezione di capitali da investire in imprese sociali, e amministrazioni pubbliche più aperte a politiche economiche inclusive e facilitanti. In Francia l'approccio per lo sviluppo degli impact investing non è stato istituzionale, quanto dall'aumentare di nuove esigenze da parte degli imprenditori sociali. Un ruolo fondamentale lo ha

avuto il SSE⁴⁶, che con il suo obiettivo di aumentare il benessere sociale mettendo in secondo piano il ritorno economico, ha portato allo sviluppo degli impact investing. Ad aiutare ulteriormente la crescita del settore c'è stato l'insieme di programmi proposti dall'Unione Europea, come il "UE for Employment and Social Innovation" o l'"European Fund for Strategic Investments".

Paesi in via di sviluppo

Rispetto agli Stati visti in precedenza, nei paesi in via di sviluppo il ruolo degli impact investing è totalmente diverso. Qui, l'impatto della finanza avviene soprattutto tramite la fornitura di capitali monetari e non, alle imprese che offrono prodotti e servizi con il fine di aumentare la qualità della vita della popolazione povera, garantendo l'accesso a beni e servizi primari come acqua, cibo, istruzione, sanità.

⁴⁶ SSE: Social and solidarity economy, serie di organizzazioni di impact investing

2.3 La crescita del mercato

La grande varietà di attori, di aziende ricevatrici di capitali e di ecosistemi spiega il fatto che per trovare le motivazioni dello sviluppo di questo mercato bisogna scavare a fondo.

Sicuramente è possibile trovare dei tratti comuni che ne hanno permesso lo sviluppo negli ultimi decenni:

- 1- Innanzitutto, come già visto, la crisi finanziaria del 2007 è stata un'acceleratrice degli investimenti sostenibili, e quindi anche degli impact investing.
- 2- Il bisogno di soddisfare nuove domande dovute a cambiamenti generazionali e sociali.
- 3- La minor presenza del settore pubblico e del welfare statale nell'economia pubblica, e la necessità di rispondere a bisogni primari.

A partire dal 2010, con la ripresa dell'economia, i mercati finanziari si sono interrogati su come riprendere credibilità, agendo con l'obiettivo di aumentare il benessere sociale. Con questi presupposti è incrementata una necessità di creare prodotti che aumentassero il benessere sociale, uniti a rendimenti finanziari positivi. Guardando la panoramica internazionale, si può dire che la crescita degli "impact investing" sono dovuti a un ripensamento dei modelli economici e finanziari, iniziata negli anni Novanta ma sviluppatasi in maniera più importante soltanto nell'ultimo decennio.

Cambiamenti generazionali e sociali

In questo macro-argomento, alla base dello sviluppo degli “impact investing” c’è un aumento di inquinamento e non sostenibilità sociale molto ampio. Partendo dal principio, la nascita dell’Industria 4.0⁴⁷, la quale è in grado di integrare nuove tecnologie per migliorare la produttività e creare nuovi modelli di business più redditizi, è stata di cambiare la vita di tutti, in particolare in alcune aree del mondo. La cosiddetta “Economia dell’innovazione” sta portando dei cambiamenti epocali in alcune zone in via di sviluppo, comportando però anche delle azioni negative conseguenti. La mancanza di sostenibilità di questi progetti è cosa accertata, mantenere questo tipo di sviluppo senza aumentare inquinamento e sfruttamenti sociali non è possibile.

Questi sviluppi hanno portato a due nuove esigenze, che, per quanto differenti, hanno avuto un ruolo importante nella crescita del mercato della finanza ad impatto: la prima si basa sulla necessità da parte dei cosiddetti High Net Worth Individuals di contribuire ad aumentare il benessere sociale della comunità, la seconda si basa sulla capacità, avendo ridotto abbondantemente i costi, di provvedere a soddisfare bisogni primari della fascia di popolazione meno abbiente, che si sta allargando sempre di più. Soprattutto nella cultura anglosassone, in particolare in quella americana, vi è la necessità, da parte di chi si è arricchito di restituire parte della propria ricchezza a chi gli ha permesso di arricchirsi. Questa tendenza trova la sua base nella religione anglicana e puritana, nella quale è fondamentale la riconoscenza verso chi ci ha permesso di arricchirci. Proprio per questo motivo, gli HNWI necessitano di investire in qualcosa che abbia un impatto positivo sia ambientalmente che socialmente.

⁴⁷ Si riferisce alla propensione da parte delle aziende alla ricerca dell’automazione.

In aggiunta, le generazioni di *millennials* e la *gen Z* sono sempre più attenti a tematiche sostenibili, sia per quanto riguarda l'ambiente che la società. Questa attenzione secondo Accenture⁴⁸ porterà ad uno spostamento dei capitali verso investimenti sostenibili di circa 30 miliardi di dollari.

Tramite campagne di sensibilizzazione e scolarizzazione, sono sempre di più i consumatori denominati LOHAS⁴⁹, ossia consumatori attenti a ciò che acquistano, cercando prodotti che riflettano la propria mentalità. I consumatori LOHAS spaziano su tutti i mercati, a partire dai più facili da verificare ossia l'alimentare, la moda, i trasporti, fino a raggiungere mercati più complessi come il turismo, l'housing e, appunto, i mercati finanziari.

Dopo aver parlato per lungo dei consumatori, è tempo di spostarsi nella parte produttiva del mercato. Le imprese hanno intrapreso due tipi di processi per stare a passo con le esigenze del mercato:

- 1- Processo di ibridazione: le aziende no profit hanno iniziato ad avere un'ottica orientata anche al profitto, iniziando ad essere gestite come vere e proprie imprese, accrescendo l'idea di generare del profitto per redistribuirlo agli investitori. Questo ha portato ad un maggiore interesse da parte del mercato ad investire in queste aziende.
- 2- Processo di convergenza: è l'opposto del processo di ibridazione, in quanto le imprese classiche iniziano a pensare a modelli più ibridi che portano anche un impatto positivo non solo economico/finanziario ma anche ambientale/sociale. Queste imprese dette società Benefit perseguono,

⁴⁸ Accenture (2016). The "Greater" Wealth Transfer.

⁴⁹ Lifestyle of health and sustainability

quindi, il duplice obiettivo del risultato economico e del ritorno ambientale/sociale.

Questi processi non hanno soltanto trasformato le singole imprese, ma sono state capaci di creare una diversità all'interno del mondo della finanza, finora dominato dalle aziende for profit.

Conseguenze della crisi 2007-2009

Esattamente come 90 anni prima, la crisi di inizi anni 2000, una delle più dure che i governi di tutto il mondo abbiano dovuto affrontare, inizia con il crollo della borsa di Wall Street, notizia che in pochi minuti fa andare a picco tutti i mercati mondiali. Questa crisi non ha avuto solamente risvolti negativi, ma ha portato a nuove necessità economiche e finanziarie delle persone.

Una grande conseguenza è stata quella della nascita dei cosiddetti “new poor”, principalmente giovani disoccupati o con contratti precari, pensionati e padri single, che sono stati vittime dell'impoverimento generale della popolazione e dello stagnamento dei redditi. Queste persone necessitano di aiuti per ottenere servizi a prezzi sostenibili per le loro tasche in ambiti basilari quali la sanità, l'istruzione, la prima abitazione. L'aumento della popolazione povera ha aumentato la domanda di servizi a prezzi agevolati e gli Stati non sono più in grado di sostenerli, anche perché sono iniziate riduzioni alla spesa pubblica. Gli Stati, quindi, grazie a manovre come il “Fiscal compact” hanno dovuto ridurre la spesa pubblica creando crisi importanti in ambiti come sanità, istruzione e housing sociale.

Questo ampio divario tra domanda e offerta è stata una sliding door per lo sviluppo della finanza sociale, aiutando le fasce della popolazione meno abbienti.

Nuove sfide per la popolazione

Gli ultimi trent'anni sono stati caratterizzati da nuove problematiche da risolvere per la popolazione, sia in termini sociali che ambientali, che hanno spinto i governi a cercare nuove soluzioni.

L'aumento sproporzionato della speranza di vita, rispetto ai primi anni del Novecento, ha implicato problematiche assistenziali, abitative e pensionistiche. Vi è stata la necessità di cambiare dei pilastri fino a quel momento stabili.

Il “Climate Change” è stato, ed è tutt'ora, un avversario ostico per i governi mondiali. Le politiche per combattere fenomeni di innalzamento della temperatura, di fenomeni meteorologici sempre più pericolosi e siccità, sono sempre più restrittive. Questa problematica ha comportato e comporterà la nascita dei cosiddetti “migranti ambientali”, persone costrette a migrare perché il luogo abitativo non è più ospitale.

Tutto il mondo, grazie alle organizzazioni mondiali come l'ONU e i suoi organi correlati, ha spostato l'attenzione verso i problemi di sostenibilità, in particolare quella ambientale. La politica più in auge è l'Agenda 2030, creando obiettivi chiamati SDGs⁵⁰, che hanno portato cambiamenti radicali sul modo di fare impresa. Infatti, sempre più aziende nel loro Bilancio di Sostenibilità inseriscono gli SDGs come punto cardine da dove partire.

⁵⁰ SDGs: Sustainable Development Goals, obiettivi creati dall'Agenda 2030 per un mondo più sostenibile

Anche il Terzo Settore, come visto nei paragrafi precedenti, ha avuto un sostanziale cambiamento, ibridando le sue modalità di intervento.

L'insieme di queste sfide hanno contribuito allo sviluppo degli "impact investing" con sempre più capitali indirizzati alla lotta al cambiamento climatico, all'educazione, alla sanità e alle soluzioni abitative.

Impact washing

L'utilizzo di capitali da parte di alcuni investitori privati o alcune aziende, è coerente con gli altri investimenti, e questo può creare un problema di "Impact washing". Il mercato degli "impact investing", infatti, non può essere visto solamente come un mercato in cui diversificare i propri investimenti, al fine di diminuire il rischio di portafoglio, ma deve essere visto come un prodotto a cui crederci, non solo dal punto di vista economico finanziario ma anche dal punto di vista etico. Questo fenomeno non può essere visto come un'opportunità per sviluppare strategie di marketing.

D'altra parte, la finanza ad impatto non deve essere vista dai governi come soluzione definitiva per risolvere problemi che prima erano a carico solo dello Stato e che ora non si è più in grado di soddisfare. Queste modalità d'investimento possono essere considerate con l'idea di una sussidiarietà circolare, in cui "fare lo Stato insieme ai privati"⁵¹, ossia una situazione in cui Stato, imprese for profit e imprese no profit collaborino al fine di migliorare il benessere della comunità, escludendo quindi fenomeni di sussidiarietà orizzontale, in cui è solo lo Stato a farsi carico dei problemi,

⁵¹ Marelli P. (2017). Welfare: alle radici del nuovo modello pubblico, privato e civile. VDossier n. 3/2017

o di sussidiarietà verticale, in cui lo Stato è totalmente assente e “scarica” i problemi ad imprese e al Terzo Settore.

Conclusioni riguardo la crescita del mercato

Come visto nei precedenti sottoparagrafi, sono diverse le motivazioni che hanno portato allo sviluppo degli “impact investing”, cambiando da Paese a Paese, da contesto a contesto e da periodo a periodo. L’insieme di cambiamenti e di sviluppi che hanno visto la crescita di questo mercato hanno portato alla nascita degli “impact entrepreneur”, dei veri e propri imprenditori con duplici impegni, sia dal punto di vista economico, che di sostenibilità ambientale e sociale.

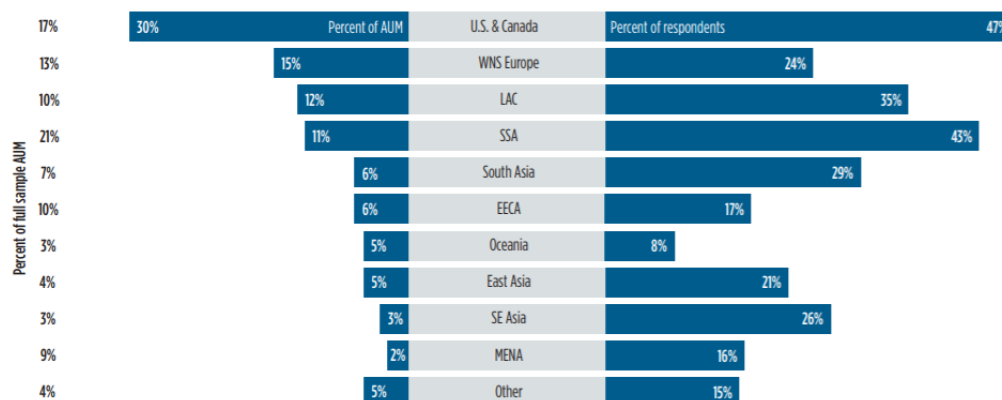
2.4 La grandezza del mercato internazionale

Il problema definitorio affrontato in precedenza, comporta problematiche più ampie, e tra queste vi è lo stabilire le dimensioni del mercato. Queste differenze hanno portato i vari Network ad effettuare delle stime molto diverse tra loro.

Nell'ultima indagine resa disponibile dal GIIN⁵², gli attori che rispondono ai loro sondaggi sono in grado di gestire oltre 400 miliardi di dollari nel mercato degli impact investing. Denaro che viene gestito attraverso diverse modalità, ma tutte attribuibili al mercato. La platea è formata da quasi 300 attori, composti da imprese, fondi di gestione del risparmio, assicurazioni, banche ed investitori privati, sparsi in tutto il mondo, ma perlopiù concentrati in Nord America. Il GIIN propone dal 2016 ogni anno questa survey, e gli investitori che hanno sempre risposto all'indagine hanno riscontrato un incremento di circa il 17% all'anno dell'ammontare degli investimenti nella finanza ad impatto. I fondi sono indirizzati, principalmente, ai mercati dell'housing sociale, della sanità e dell'innovazione tecnologica.

⁵² The GIIN (2020). Annual Impact Investor Survey.

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



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

Figura 4: Grafico che dimostra la percentuale di investimenti e di rispondenti al sondaggio. Fonte THE GIIN (2020), The annual investor Survey.

Sempre il GIIN con un'analisi, definita dall'organizzazione stessa più rigorosa, denominata "Sizing the Impact Investing Market", aveva stimato attività finanziarie sul mercato per oltre 500 miliardi di dollari, nel 2018.

Mentre il GIIN, essendo un istituto americano si concentra maggiormente su USA e Canada, la fonte più affidabile per quanto riguarda il continente europeo è l'EUROSIF. Nel 2018, l'ente, stimava che il mercato europeo gestisse una cifra intorno ai 180 miliardi di euro, con un tasso di crescita rispetto all'anno precedente di circa il 5%.

Purtroppo, queste stime non possono essere considerate precise, in quanto entrambi gli enti operano nella medesima modalità, ossia quella di interviste semi-strutturate, le quali hanno il difetto di dipendere dal tasso di risposta degli attori e dal network costruito dall'organizzazione. Proprio per questo motivo non si possono effettuare confronti tra i dati delle due organizzazioni, in quanto la base delle interviste è differente. Gli intervistati dall'EUROSIF, che opera su base europea, dovrebbe essere un

sottoinsieme di quella del GIIN, ma così non è, quindi, il confronto dei dati sarebbe pressoché inutile. In aggiunta, non esiste un quadro normativo a cui fare riferimento, che ponga dei limiti e degli obblighi agli “impact entrepreneur”. Questo comporta che i sondaggi sono effettuati attraverso autodichiarazioni degli investitori stessi, con l'impossibilità di rendere i dati puntuali.

Esiste un dato su cui tutti gli enti trovano la stessa risposta, ossia che il mercato della finanza ad impatto sia in crescita esponenziale, trovando l'interesse anche degli investitori tradizionali, obbligati ormai da nuovi scenari di mercato e da una clientela sempre più pretenziosa anche in queste tematiche.

2.5 La rete internazionale

Vista la situazione attuale del fenomeno, ancora allo stadio iniziale, con buone prospettive di crescita, e dati i problemi che abbiamo visto nei paragrafi precedenti, un ruolo fondamentale è giocato dalla creazione di network da parte degli attori che permettano uno sviluppo più rapido ed omogeneo. Essendo, anche se in grande espansione, ancora un mercato di nicchia, vi è la necessità da parte degli investitori di coalizzarsi per aumentare il flusso di informazioni, scambi di idee, miglioramenti nelle metodologie. Il ruolo importante dei network nazionali ed internazionali formati dai portatori di interessi degli “impact investing”, è quello di avvantaggiare l’incontro tra la domanda e l’offerta, riducendo i costi di transazione.

Le reti che verranno descritte di seguito sono network sia internazionali che italiane, verrà posta più attenzione alla produzione di materiale scientifico grazie alle informazioni rese pubbliche sui siti propri.

GIIN⁵³

Sicuramente il network di maggiore importanza, creatore della definizione predominante di “impact investing”, il Global Impact Investing Network nasce nel 2009 come un’organizzazione appartenente al Terzo Settore, con la mission di sviluppare, migliorare e propagare il mondo degli “impact investing” in tutto il pianeta.

Con il fine di migliorare a 360 gradi il settore della finanza ad impatto, il Network in questione effettua numerose ricerche, cerca di diffondere

⁵³ <https://thegiin.org/>

processi innovativi e favorisce lo scambio di informazioni. Gli investitori che aderiscono al GIIN hanno una serie di servizi agevolati a cui attingere:

- 1- Partecipazione ad un network internazionale;
- 2- Creazione di alleanze strategiche basate sul territorio, come l'Asian Venture Philanthropy Network, o in base alla mission, come l'Investors' Circle.
- 3- Eventi mondiali, tra cui il più famoso GIIN Investor Forum.
- 4- Strumenti standard per la misurazione dei risultati degli impact investing. L'IMM, serve a porre in rilievo gli effetti positivi e negativi di un certo investimento, con l'obiettivo di minimizzare quelli negativi e massimizzare quelli positivi. L'IRIS+, serve alle organizzazioni no profit per valutare l'impatto sociale e/o ambientale di un certo investimento. The Impact Toolkit, è un database che raccoglie tutte le IMM.
- 5- La creazione di una base di dati in cui sono inseriti tutti gli investimenti impattanti.
- 6- Formazione su temi di sostenibilità e finanza.
- 7- Pubblicazioni continue attingibili mediante il website.

EVPA⁵⁴

L'European Venture Philanthropy Association, è un'associazione prettamente europea, ma con membri anche extracontinentali, nata nel 2004 per riunire attori interessati al Venture Philanthropy e ai Social Investment. All'associazione sono iscritti quasi 300 membri, con prevalenza europea. Il Network ha come obiettivo quello di aumentare la

⁵⁴ <https://evpa.eu.com/>

presenza di capitali, competenze e conoscenze nel settore dei Venture Philanthropy e dei Social Investment.

Anche l'EVPA svolge attività simile a quelle del GIIN, come la creazione di eventi, formazione ai suoi associati, ricerche scientifiche e indagini di mercato. L'EVPA sposa la teoria addizionalista e si occupa principalmente del mondo del Venture Philanthropy, nonostante ciò, la produzione continua di materiale scientifico dovuto alla ricerca è fondamentale per la crescita del mercato degli "impact investing" e per una distinzione sempre più chiara tra i due fenomeni.

SIIT⁵⁵

La Social Impact Investment Taskforce, supportata nel 2013 dall'allora Premier inglese David Cameron, con lo scopo di aumentare i capitali del mercato della finanza ad impatto. La SIIT è anch'essa un'organizzazione prettamente europea, ma con membri anche extracomunitari. La SIIT si è distinta principalmente per la produzione di documenti scientifici e di ricerche, in particolare riguardanti gli Stati membri. Nel 2015 il SIIT verrà trasformato in quello che oggi è il GSG.

GSG⁵⁶

Come detto in precedenza il Global Steering Group for Impact Investing, fu creato nel 2015 per continuare il lavoro prodotto dal SIIT nei due anni precedenti, quando lo stato britannico era a capo del G8. Oggi il GSG conta 23 membri extraeuropei più l'Unione Europea. L'ente opera attraverso un Network di comitati consultivi nazionali e regionali, i quali hanno lo scopo

⁵⁵ <http://www.socialimpactagenda.it/attivita/attivita-internazionali/>

⁵⁶ <https://gsgii.org/>

di accrescere e migliorare il mercato della finanza ad impatto. Ronald Cohen è il Presidente dell'ente, i cui membri sono appartenenti al mondo della finanza, imprenditori sociali e filantropi. Il GSG sta continuando il lavoro iniziato dal SIIT per quanto riguarda la produzione di ricerche scientifiche, avvalendosi dell'aiuto dei National Advisory Board, avendo così la possibilità di scavare nel profondo di ciascuno stato membro.

Monitor Institute⁵⁷

Il Monitor Institute è un'organizzazione non profit, supportata e lanciata da Deloitte nel 2005 negli Stati Uniti, fa parte del Monitor Group. Il suo focus è sulla ricerca sulla filantropia e sulle organizzazioni sociali. E' un ente sottostante al Deloitte LLP che opera nella consulenza nella finanza sostenibile. È uno dei più importanti produttori di documenti per quanto riguarda il mondo degli "impact investing", a partire dal 2009, anno in cui è stato riconosciuto il termine.

Impact Assets⁵⁸

L'Impact Assets Giving Fund, è stato creato nel 2010 dalla Calvert Impact Capital, ed è un fondo di donazioni a cui possono attingere gli impact investors, con il fine di supportarli nello superamento delle barriere allo sviluppo presenti nel mercato. Sono più di 500 gli investimenti effettuati dal fondo. Altro lato importante è quello della creazione di una base di dati, denominato Impact 50, di manager operanti nei fondi private. L'ambizioso scopo sarebbe quello di proporre Benchmark del mercato degli investimenti ad impatto. Il fatto che il database si basi su dichiarazioni

⁵⁷ <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/monitor-institute/topics/monitor-institute-by-deloitte.html>

⁵⁸ <https://www.impactassets.org/>

degli investitori stessi ha un duplice risvolto: da un lato il fatto che si può prevedere un futuro più roseo con l'ampliamento del fondo, dall'altro basandosi su autodichiarazioni non si può sapere quanto queste possano essere veritiere o meno.

EUROSIF⁵⁹

Anche se non è propriamente un network di impact investing, l'EUROSIF è un importante fonte di materiale di ricerca. L'EUROSIF fu creato nel 2001 con l'intento di diffondere investimenti sostenibili e responsabili. I membri dell'EUROSIF sono i forum nazionali dei più importanti Stati appartenenti all'Unione Europea, con l'aggiunta del forum britannico, ormai ex membro UE. Oltre a pubblicare una serie di documenti di ricerca, di survey e di paper, l'EUROSIF si distingue per la proposta di una serie di linee guida da rispettare negli investimenti sostenibili, un esempio è l'European SRI Trasparency Code.

Organismi internazionali

Altri attori importanti per la creazione della rete sono alcuni organismi internazionali, i quali hanno obiettivi ben più ampi della finanza ad impatto, ma sono comunque un importante fonte di materiale e di ricerca per il settore:

- 1- WEF⁶⁰: fu creato nel 1971 a Ginevra in Svizzera ed è un'organizzazione internazionale con una molteplicità di attori sia pubblici che privati. Il fine del WEF è quello di cercare di sviluppare una strategia di imprenditorialità con un importante coinvolgimento della comunità, promuovendo una

⁵⁹ <http://www.eurosif.org/>

⁶⁰ <https://www.weforum.org/>

governance sana e un modus operandi etico. Attingendo da una rete molto ampia, nonostante le attività del WEF siano tra le più disparate, vi è un'importante attenzione anche al tema degli impact investing. Ad esempio, nel 2012, con il classico raduno annuale svoltosi in Svizzera ci fu la nascita del “Mainstreaming Impact Investing Initiative”, grazie ad un confronto tra gli investitori tradizionali e vari imprenditori sociali. Grazie a questo progetto ogni anno vengono pubblicate una serie di ricerche importanti e si cerca di coinvolgere anche operatori istituzionali.

- 2- OECD⁶¹: nasce a Parigi nel primo dopoguerra con l'obiettivo di creare una cooperazione tra gli Stati membri per la restaurazione post Seconda guerra mondiale. Oggi è una delle maggiori organizzazioni internazionali per gli studi economici. È stata fondamentale per lo sviluppo degli impact investing durante la presidenza inglese del G8 nel 2013, alzando la qualità della ricerca, aumentando la raccolta dati e misurando le azioni delle politiche messe in atto. Tra le varie azioni intraprese dall'OECD vi sono interventi negli Stati in via di sviluppo, ha effettuato una mappatura delle policy dei vari stati per quanto riguarda gli impact investing, ha promosso gli investimenti sostenibili e ha contribuito alla ricerca con la produzione di vari documenti scientifici.
- 3- Commissione Europea⁶²: è l'organo esecutivo dell'UE, che ha il compito di attuare le politiche decise nel Parlamento Europeo e nel Consiglio UE. Ha avuto un ruolo centrale nella crescita della finanza sostenibile in generale, e anche degli impact investing, attraverso la creazione di fondi europei a cui attingere in caso di investimenti di questo genere. I due fondi

⁶¹ <https://www.OECD.org/>

⁶² https://ec.europa.eu/info/index_it

più importanti offerti dall'UE sono l'EuVECA (per il Venture Capital) e l'EuSEF (per l'imprenditoria sociale).

Dato che gli “impact investing” sono un fenomeno nuovo, in ampia crescita ma in una fase non avanzata, tutti le pubblicazioni scientifiche, i sondaggi e i documenti vari prodotti dai vari network internazionali sono di vitale importanza per il futuro. Questi documenti essendo prodotti da enti privati non sono in grado di produrre rilevanza giuridica, che ad oggi è quello step mancante al fenomeno per fare quel passo in più di crescita.

Come visto in precedenza la diversità presente all'interno di questo mondo si rispecchia anche nei vari network nazionali ed internazionali. Alcune nascono già come internazionali, altre iniziano il loro percorso con dei confini precisi salvo poi allargarsi. Molte sono focalizzate solo sul tema degli “impact investing”, alcune, però, si occupano del più ampio campo della finanza sostenibile, includendo in parte anche gli “impact investing”.

2.6 La rete italiana

Il mercato italiano presenta un serie di caratteristiche tipiche che lo distinguono dagli alti Paesi:

- Mercato degli interscambi finanziari basato sul sistema bancario, che detiene la maggior parte dei flussi di capitali. Gli intermediari non bancari gestiscono solamente una piccola parte del mercato.
- L'esistenza di fondazioni di origine bancaria senza scopo di lucro, che fungono da intermediari nella raccolta di risorse.
- La disciplina delle società no profit, che regolarizza la distribuzione degli utili, di fatto limitandola, e la conseguente difficoltà di attuare strategie di uscita dal mercato in questi ambienti.
- Uno Stato presente nell'economia del Paese che ha portato, quindi, ad un lento sviluppo del mercato degli impact investing.
- Limitata giurisprudenza, confusionaria letteratura e mancanza di un quadro legislativo preciso.

Gli organismi internazionali come il GIIN e l'EVPA, all'interno del loro database, riconoscono pochi enti italiani che operano sul mercato degli impact investing. Questa mancata presenza ha di fatto creato la necessità di fondare degli osservatori italiani sul tema. Ogni ente lavora con modalità e scopi differenti, c'è chi si occupa semplicemente di una mappatura del mercato, chi si occupa anche di raccogliere e redistribuire denaro, o chi produce materiale scientifico.

TIRESIA⁶³

⁶³ Chiodo V., Gerli F. (2017). Domanda ed offerta di capitale per l'impatto sociale. Rivista impresa sociale.

TIRESIA è il centro di ricerca creato dal Politecnico di Milano. Il suo compito è quello di operare sul campo della ricerca in termini di finanza sostenibile e ad impatto. TIRESIA ha creato un osservatorio, insieme ad aziende, enti pubblici e imprese del Terzo Settore che effettua ricerche e sondaggi in termini di social finance. Questo osservatorio ha pubblicato diversi articoli scientifici e paper, tra i più famosi “Uno sguardo all’impact investing in Italia nel 2016”, “Social Impact Outlook 2018” e “Tiresia Impact Outlook 2019”. Questi lavori mostrano come nel giro di pochi anni sia cambiato il mondo degli impact investing in Italia, passando da un mercato alla ricerca di ampi fondi ad un mercato selettivo.

Impact Investing Lab⁶⁴

È l’ente creato da SDA Bocconi School of Management nel 2013. Costituito con l’obiettivo di far crescere il movimento degli impact investing, definire i confini entro i quali opera il fenomeno e ricercare standard di misurazione delle performance. “Principles and Practice of Impact Investing - A catalytic revolution”, “Impact Investing: an Evolution of CSR or a New Playground?” e “Impact Investing: a new asset class or a societal refocus of Venture Capital?” sono tre dei tanti articoli e pubblicazioni offerti da Impact Investing Lab. In aggiunta, l’ente, ha svolto numerose ricerche su commissione del SIIT e della Social Impact Agenda.

Social Impact Agenda⁶⁵

⁶⁴ <https://www.sdabocconi.it/it/faculty-ricerche/lab-e-centri-di-ricerca/sustainability-lab/osservatori/impact-investing-lab>

⁶⁵ <http://www.socialimpactagenda.it/>

La SIA nasce dal National Advisory Board proposto dal SIIT nel 2016. La Social Impact Agenda continua il lavoro proposto dal NAB facendo da raccoglitrice di idee, proposte e dialoghi tra i vari italiani esperti del settore. L'obiettivo rimane quello di far conoscere e aumentare il valore del mercato degli impact investing. Fanno parte della Social Impact Agenda quasi 50 organizzazioni.

Social Value Italia⁶⁶

È un'associazione nata nel 2015, da Human Foundation. Il compito di Social Value Italia è quello di propagare “la cultura e la pratica della misurazione del valore sociale”. L'ente è parte di Social Value International, che si occupa di produrre indici o standard per la misurazione degli impatti sociali degli investimenti.

Torino Social Impact⁶⁷

Associazione che opera nel capoluogo piemontese, che si è posta l'obiettivo di creare a Torino un hub per gli impact investing, rendendola la capitale europea in questa tematica. L'associazione offre un osservatorio permanente sull'imprenditorialità sociale, pubblicazione di diversi articoli scientifici, mappature delle reti di imprenditori sociali e analisi su modelli innovativi di imprenditorialità sociale. È un ente che opera sulla zona piemontese, con l'obiettivo di espandersi su tutto il territorio nazionale prima ed europeo dopo.

Forum per la finanza sostenibile⁶⁸

⁶⁶ <https://www.socialvalueitalia.it/associazione/>

⁶⁷ <https://www.torinosocialimpact.it/>

⁶⁸ <https://finanzasostenibile.it/>

Non è un ente che si occupa prettamente di impact investing, ma si può dire che il fenomeno in questione è un sottoinsieme del grande mondo della finanza sostenibile. Nasce nel 2001 e ne fanno parte un insieme di enti molto diversi tra loro, ma che hanno tutti interesse a tematiche di sostenibilità ambientale e sociale. L'obiettivo del forum è quello di creare consapevolezza per quanto riguarda gli investimenti sostenibili, promuovendoli e aiutando le pratiche. Hanno creato una tassonomia consultabile nel web e aggiornata di continuo, in cui sono presenti tutti i fondi commerciabili in Italia che abbiano sottoscritto il Trasparency Code dell'EUROSIF.

Altre reti

Altre reti meno conosciute, o per importanza o per grandezza, sono:

- Osservatorio ISNET: creata nel 2007 per sostenere le imprese sociali. Conosciuta perché effettua un'indagine annuale su caratteristiche delle imprese sociali⁶⁹.
- Osservatorio UBI Banca sulla Finanza e sul Terzo Settore: in collaborazione con AICCON⁷⁰, sviluppa indagini e articoli per lo sviluppo del mercato del no profit in Italia⁷¹.
- Fondazione Cariplo: è una fondazione bancaria italiana che a sua volta ha creato ulteriori tre fondazioni che si occupano di tematiche sociali e sono: fondazione Housing Sociale, Fondazione Social Venture Giordano Dell'Amore e la Fondazione Minoprio⁷².

⁶⁹ <http://www.impresasociale.net/osservatorio.php>

⁷⁰ Associazione Italiana per la promozione della Cultura e della Cooperazione e del Non profit.

⁷¹ https://www.ubibanca.com/Osservatorio_UBI

⁷² <https://fondazionecariplo.it/it/index.html>

- Fondazione Lang: creata nel 2007 da un imprenditore milanese con lo scopo di aumentare la filantropia che migliorasse la qualità della vita delle generazioni future⁷³.
- Fondazione Solidatas: nata nel 1995 da imprenditori e manager lombardi con l'obiettivo di promuovere la Responsabilità Sociale d'Impresa⁷⁴.

⁷³ <https://www.fondazionelangitalia.it/>

⁷⁴ <https://www.sodalitas.it/>

2.7 Barriere allo sviluppo

Nel momento del boom del fenomeno, nel 2009, il Monitor Institute⁷⁵ fu in grado di identificare due rischi che potevano bloccare lo sviluppo della finanza ad impatto, legati alla grandezza del mercato e alle diverse tipologie di investitori. Sono trascorsi quasi quindici anni, ma questi rischi sono considerati tutt'ora attuali e possono definire diverse barriere che non permettono lo sviluppo del settore:

- 1- **La difficoltà che potrà esserci nel fare investimenti impattanti:** come avviene in moltissimi altri fenomeni in cui vi sono uno stadio di sviluppo iniziale, poca chiarezza terminologica, numero limitato di capitali e informazioni poco accessibili e molto costose. Questo fattore rischia di creare diverse barriere allo sviluppo del mercato:
 - a) ***Ecosistema non sviluppato.*** Anche se è considerato in grande crescita, il settore è considerato ancora una nicchia per pochi investitori. Essendo ancora in fase embrionale vi è l'assenza di una storicità degli investimenti, quindi, diventa complicato fare un'analisi dei rischi o prevedere rendimenti di mercato. In aggiunta, gli investitori tradizionali tendono ad entrare solamente in mercati "sicuri", con un certo tipo di storicità, questo comporta una limitata presenza di fondi che permettano uno sviluppo più rapido del fenomeno.
 - b) ***Piccole dimensioni.*** Le dimensioni limitate delle imprese che operano nel settore e la limitata presenza di capitali, comportano un management non di alta qualità. Esperienza e competenze adeguate sono una necessità per lo sviluppo del mercato. Per favorire l'ingresso di capitali c'è la necessità

⁷⁵ Monitor Institute (2009). Social & Environmental Impact: A design for Catalyzing an Emerging Industry.

di fondi istituzionali, come avvenuto in Europa con l'EIF⁷⁶, il quale ha costituito un acceleratore per lo sviluppo degli impact investing, il SIA. Prendendo spunto dall'esperienza europea, anche l'Italia si è adoperata in egual modo attraverso la Cassa Depositi e Prestiti, la quale ha creato la Social Impact Italia⁷⁷, l'Advisory Board italiano per il GSG. La SII “prevede investimenti in capitale di rischio, orientati al conseguimento di specifici obiettivi di impatto (sociale ed economico) e focalizzati su due principali target: fondi e veicoli di investimento specializzati in impact investing, con focus sull'imprenditoria sociale; istituzioni finanziarie attive in social lending e microfinanza”⁷⁸.

- c) **Processo di investimento lungo e costoso.** Poche informazioni disponibili, asimmetria informativa e settore poco sviluppato, sono gli ingredienti ideali per allungare i tempi di investimento e aumentare i costi. Questi fattori comportano investimenti di tempo e capitali per la ricerca di informazioni e non portano vantaggi di economie di scala da sfruttare.
- d) **Investimenti ridotti.** La media degli investimenti è tuttora limitata e i costi di diligenza rapportati all'importo degli investimenti sono molto alti. Questo crea problemi di replicabilità degli investimenti, per sopperire al problema sono stati creati diversi fondi che investono in specifiche aree o in specifici settori. Gli investitori mainstream sono bloccati dalla limitata grandezza degli investimenti in quanto vi sono spesso dei requisiti minimi che debbono rispettare.
- e) **Diversi usi e obiettivi.** I portatori di interessi degli impact investing hanno obiettivi differenti, e utilizzano gli strumenti finanziari con modalità

⁷⁶ European Investment Fund

⁷⁷ <https://www.socialimpactagenda.it/>

⁷⁸ https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/social_impact_italia?contentId=PRD11476

differenti. Questo comporta ampie difficoltà nella misurazione dell'impatto generato dagli investimenti, in quanto bisogna rispondere ai differenti bisogni degli investitori.

- f) **Linguaggio.** Come già ampiamente spiegato in precedenza, la mancanza di una definizione unica comporta problemi di trasparenza, chiarezza e comunicazione nei confronti dei clienti.
- g) **Mancanza di formazione e di competenze.** Sempre con riferimento ai problemi terminologici e alla mancanza di giurisprudenza, vi sono importanti mancanze in termini di formazione degli addetti ai lavori e una necessità di competenze specifiche per operare nel settore trasversali, sia finanziarie che ambientali/sociali. Questo comporta una mancata chiarezza nei confronti del cliente finale.
- h) **Confusione con la filantropia.** Troppo spesso si confondono gli “impact investing” come investimenti filantropici senza ritorno di capitali. Anche questo è dovuto alla mancanza di una definizione chiara e certa. Questo comporta un allontanamento da parte di investitori non filantropici che necessitano anche di un ritorno economico.

2- La troppa facilità che potrà esserci nel fare investimenti impattanti:

esiste il rischio concreto che gli impact investing diventino oggetto di greenwashing raggiungendo il mercato degli investitori mainstream, i quali per assecondare le richieste dei clienti potrebbero entrare in questo mondo. Si verrebbe così a perdere, però, uno dei punti cardini della finanza ad impatto ossia il fatto che deve esserci l'intenzionalità di creare un impatto positivo.

- a) **Problema del cambio di obiettivi.** Con l'arrivo di grandi investitori, principalmente attratti da alti rendimenti, si rischia il cosiddetto effetto “mission drift” in cui vengono modificati mission e vision delle aziende in

cui vengono investiti i capitali. Tramite la forza derivante dal loro importante approdo di capitali le aziende sociali rischiano di dover cambiare il loro obiettivo cercando unicamente, o quasi, il profitto, considerando in maniera limitata l'impatto positivo ambientale e/o sociale. Il problema del "mission drift" può avvenire anche in un secondo momento, quando l'impresa sociale è già sviluppata e una volta ricevuti i capitali necessari a crescere, cambi il suo paradigma spostandosi verso puri obiettivi di lucro. Questo problema è più ampio per le aziende che operano con capitale azionario, in quanto ci sarà un maggior potere decisionale da parte degli investitori.

- b) **Greenwashing.** La forza e la qualità del prodotto che potrebbe rappresentare in futuro il mondo degli "impact investing" sono un'ottima esca per i fenomeni di greenwashing da parte di grandi imprese. Questo comporterebbe un problema non indifferente per il settore, il quale potrebbe affrontare una bassa qualità di investimenti e un numero sempre più alto di investitori che in realtà non apportano nessun nuovo valore o nessun vantaggio. Questo fenomeno è già parzialmente presente nelle banche o nelle assicurazioni, in cui emettono alcuni prodotti con il termine "impact" ma che in realtà di impattante non ha nulla.

Esistono barriere che riguardano prettamente gli investitori:

1. **Per gli addizionalisti:**
 - a) **Mancanza di misurazioni certe sull'impatto prodotto:** essendo molto complicato comparare i risultati ottenuti nelle diverse circostanze è difficile trovare degli standard appropriati per misurare gli impatti ottenuti. Non essendovi standard di mercato con cui le aziende possono compararsi gli investitori molte volte apportano capitali un po' alla cieca senza poter

prevedere o misurare quanto forte sia l'impatto dell'investimento. Investitori e imprese operano in due differenti modi per ovviare al problema: o adottano indici proposti in passato da organizzazioni, reti e istituti di ricerca cercando di adattarli al singolo investimento, o si provano a sviluppare indicatori adatti al singolo contesto cercando in un secondo momento di confrontarli con altri.

- b) ***Mancanza di casi vincenti o perdenti:*** la diffusione dei casi di successo permetterebbero la condivisione di informazioni, di esperienze e la creazione di base di dati importanti per lo sviluppo del settore. Ci sarebbero più possibilità di attirare capitali, creando un circolo vizioso con la diminuzione di costi, l'aumento di economie di scala e di esperienza. E' importante anche la diffusione dei casi di fallimento, con la loro condivisione si potrebbero evitare errori già commessi, andando ad analizzare cosa è andato storto e cosa ha portato uno sviluppo non adeguato.
- c) ***La distanza degli investitori:*** la distanza geografica tra investitori e imprese sociali rappresentano un problema sia per la capacità di misurazione dei risultati sia per le scelte di investimento, data l'importanza che si dà alla conoscenza dell'azienda e allo scambio di informazioni. Per i Paesi in via di sviluppo rappresenta un problema, in quanto la distanza è considerato come un elemento di rischiosità dell'investimento. Questo problema diminuisce se il cliente è istituzionale, in quanto facendo parte di network internazionali, vi è una più facile capacità di ottenimento di informazioni e di vicinanza agli investimenti.
- d) ***Asimmetria informativa:*** spesso c'è distanza tra le informazioni possedute dalle imprese e quelle possedute dagli investitori.

2. **Per i fondi di investimento:**

- a) ***Difficoltà di inserimento degli impact investing nella struttura della SAA⁷⁹***: è importante per gli investitori tradizionali è importante avere un portafoglio equilibrato che permetta di avere il rendimento migliore con il rischio più basso possibile. La difficoltà di misurazione sia finanziaria che di impatto comporta un difficile posizionamento degli “impact investing” all’interno del portafoglio e, quindi, risultano meno attrattivi per gli investitori. Non essendo considerati gli impact investing come una classe di attività, i gestori dei fondi possono utilizzare differenti metodi di approccio: si definisce una percentuale da destinare a questi investimenti, o si provano ad utilizzare strumenti di misurazione comuni anche per questo tipo di investimenti, o si valuta principalmente il rating di sostenibilità.
- b) ***Mancanza di esperienza con i prodotti offerti***: per i fondi di investimento è importante conoscere ed avere familiarità con i prodotti che si vanno ad offrire alla clientela, con il fine di offrire la soluzione più adeguata alle esigenze. I consulenti finanziari poi dovrebbero avere un’adeguata esperienza e conoscenza dal punto di vista della sostenibilità. Infine, la mancanza di base di dati e di condivisione di informazioni su questo tipo di investimenti rende difficile la loro diffusione sul mercato tradizionale.
- 3. Per gli investitori istituzionali:**
- a) ***Rischio percepito più elevato e rendimenti meno attrattivi***: gli “impact investing” vengono percepiti dal mercato come maggiormente rischiosi sia dal punto di vista prettamente finanziario, che reputazionale e manageriale. E’ diffusa l’idea per cui questi rischi non vengano compensati da

⁷⁹ Strategic Asset Allocation: processo con cui si combinano diverse asset class attribuendo a ciascuna il peso corretto al fine di realizzare il miglior portafoglio possibile nel lungo periodo.

rendimenti migliori, e con lo stesso livello di rischio i rendimenti siano inferiori nel breve. Il rischio reputazionale deriva dal fatto che il comportamento sbagliato di una singola impresa possa avere ripercussioni sull'intero settore.

- b) **Aumento delle riserve di capitale:** Solvency II⁸⁰, Basilea III⁸¹ e AIFMD⁸² hanno categorizzato gli “impact investment” come “alternativi, rischiosi e illiquidi”, il che comporta una soglia di capitale regolamentare più elevato rispetto altri tipi di investimenti. Secondo Solvency II, nei Paesi OCSE un investimento azionario tradizionale comporta un stress del 39%, mentre gli investimenti alternativi hanno uno stress di circa il 49%, ben 10 punti percentuali in più. Per rendere il mercato più appetibile vi è la necessità di cambiare le norme sui requisiti di capitale da possedere per effettuare questo tipo di operazioni di investimento.
- c) **Impredicibilità dei flussi:** la necessità da parte degli investitori istituzionali è quella di avere dei *cash flow* stabili, appropriati e soprattutto prevedibili. In questo momento gli investimenti impattanti non sono ancora in grado di fornire queste garanzie, il che implica una difficile allocazione di questi prodotti sul mercato.

Gli investitori si trovano ad affrontare problematiche differenti in base alla loro tipologia. Un investitore istituzionale troverà problematiche differenti rispetto a un operatore che investe al di fuori del mercato regolamentato. Sono molti i problemi da risolvere, alcuni potrà risolverli solamente il

⁸⁰ Direttiva 2009/138/CE

⁸¹ International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards.

⁸² Alternative Investment Fund Managers Directive - Direttiva 2011/61/EU

tempo e le esperienze che deriveranno da questo tipo di investimenti, in
oltre è necessario l'intervento delle istituzioni.

3. Gli strumenti utilizzati per gli impact investing

La finanza ad impatto ha diversi approcci agli investimenti dovuto al numero di attori possibili, ai vari settori, alle zone geografiche e ai rendimenti attesi, quindi, si possono elencare una serie molto ampia di strumenti finanziari, dai classici strumenti azionari o di debito, fino a forme più complesse.

La Task Force italiana degli “impact investing”, lanciata dal G8, ha sintetizzato che le varie tipologie di strumenti finanziari si possono suddividere in 3 macrocategorie⁸³:

- 1- Strumenti tradizionali: strumenti finanziari già consolidati nel mercato ed esistenti da tempo, che hanno caratteristiche ben definite e vengono offerti da intermediari con una storia consolidata alle spalle.
- 2- Strumenti in via di sviluppo: prodotti che vengono proposti solamente da alcuni intermediari; non hanno ancora parametri e metri di giudizio consolidati da cui creare un precedente.
- 3- Strumenti in fase embrionale: prodotti che vengono proposti da intermediari nuovi nel mercato; sono spesso irrilevanti nelle ricerche di mercato.

⁸³ 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.

Risulta comunque possibile effettuare altre classificazioni, in base ai rendimenti, in base alla dimensione dell'azienda, allo stadio di sviluppo di essa o al tipo di società, in base all'appoggio o meno a intermediari.

3.1 Gli strumenti azionari

Gli strumenti finanziari azionari, solitamente, hanno il loro focus su aziende in fase di start up, con un alto grado di rischio. Il vantaggio si ha sicuramente nel maggior potere decisionale da parte dell'investitore, che avrà la possibilità di intervenire nelle decisioni aziendali e consigliare il management.

Social impact fund

I *Social impact fund* sono dei fondi il cui focus è su investimenti che abbiano carattere ambientale, sociale e/o culturale, che si basano sulle strategie di impact investing. Possono assumere le forme di SICAV, SICAF o fondi gestiti da società di gestione del risparmio (SGR). Per essere classificati come SIF (Social Impact Fund), devono essere in grado di soddisfare due caratteristiche principali:

- 1- Produrre un impatto positivo misurabile, attraverso metodi trasparenti e coerenti con la natura societaria.
- 2- Oltre a generare un impatto positivo ambientale e/o sociale, deve esserci l'obiettivo di avere un ritorno economico.

Tutto il denaro raccolto dal fondo sarà orientato in imprese che operano generando impatti positivi. Può esserci sia un intervento diretto, in cui il fondo investe direttamente nelle singole aziende, sia un intervento indiretto, in cui si spostano i capitali in altri fondi sociali, i quali a loro volta faranno investimenti diretti nelle aziende.

I fondi di investimento possono scegliere due differenti strade di approccio per trasformare il loro core business con la creazione di prodotti sostenibili,

top-down e *bottom-up*. Nel primo la figura fondamentale è ricoperta dai manager, i quali devono essere in grado di intercettare i capitali interessati agli investimenti impattanti, attraverso lo studio del mercato, valutando la possibilità di effettuare i vari investimenti. Una volta valutata la fattibilità ci sarà una conversione degli obiettivi del fondo verso obiettivi sostenibili. Nel secondo sono direttamente le istituzioni a farsi portavoce cercando capitali da investire direttamente in aziende attive ambientalmente e/o socialmente.

I SIF si possono suddividere in tre differenti aree:

- 1- SIF commerciali: in cui l'obiettivo principe è quello del rendimento finanziario, ma vi è comunque la ricerca di un impatto sociale e/o ambientale positivo.
- 2- SIF non commerciali: qui l'investitore è in grado di sacrificare il proprio utile in cambio di un maggior impatto sociale e/o ambientale.
- 3- SIF semi-commerciali: i due obiettivi vengono ricercati in egual maniera.

Il capitale di rischio può essere investito in due differenti maniere. Il *private equity* è la forma per cui l'investitore compra azioni di un'azienda non quotata, ma con ampi margini di crescita economica, tecnologica e dimensionale. Il rischio è sicuramente elevato, ma vi è una ricerca di un rendimento molto più alto, che potrà essere ottenuto in un secondo momento con la vendita delle quote o con la quotazione in borsa della società. Il *venture capital* è anch'esso simile al precedente, con la differenza che quest'ultimo opera con aziende in fase di start up o PMI lontane dalla fase di maturità. Sono due tipologie di investimento a lungo termine.

Un esempio, già visto nel capitolo precedente, è quello della *Big Society Capital*⁸⁴, fondo istituito nel 2011 dall'allora Premier britannico David Cameron. Oggi il fondo ha circa 700 milioni di sterline investite in portafoglio, e ha comportato negli anni investimenti per oltre 1,5 miliardi di sterline. La Big Society Capital opera con questa modalità: in primis trova partner che possano fungere da salvadanaio per la raccolta di capitali e sovvenzioni, poi sviluppa idee iniziali da promuovere durante tutto il percorso di investimento, infine ricerca nuovi capitali con l'obiettivo di ricreare questi investimenti cercando anche l'attenzione delle istituzioni statali.

In Italia, invece, esiste il *OPES-LCEF impact fund*⁸⁵, nato nel 2013 che effettua investimenti a lungo termine in imprese sociali che si trovano nelle fasi embrionali. Effettuano prettamente investimenti all'estero, in particolare in Africa Orientale e in India, per la risoluzione di problemi sociali.

Venture Philanthropy

La Venture Philanthropy è una strategia di investimento attraverso la quale vengono apportati capitali finanziari e non ad organizzazioni che operano con l'obiettivo di creare impatti sociali positivi, come fondazioni, associazioni, aziende ibride⁸⁶. È una strategia di investimento simile alla precedente, ma presenta alcune differenze sostanziali:

⁸⁴ <https://bigsocietycapital.com>

⁸⁵ <http://www.opesfund.eu/?lang=it>

⁸⁶ Metz Cummings A. e Hehenberger L. (2011), *A Guide to Venture Philanthropy: for Venture Capital and Private Equity Investors*, European venture Philanthropy Association.

- 1- Rendimento atteso: mentre nel private equity si dà una maggiore importanza al ritorno economico, in questo tipo di investimenti gioca un ruolo secondario. L'obiettivo principe è quello dell'impatto positivo.
- 2- Ricettori dei capitali: nel venture philanthropy le aziende a cui vengono offerti i capitali sono molto spesso meno sviluppate.
- 3- Rischio: essendovi come obiettivo principale quello della creazione di impatti positivi, il rischio dell'investimento è maggiore.
- 4- Rapporto: è basato maggiormente sulla fiducia e sullo scambio di informazioni, rispetto al private equity che si basa molto di più su clausole contrattuali.
- 5- Flessibilità: dato che esistono molti tipi di organizzazioni su cui investire vi è una flessibilità ampia per quanto riguarda l'apporto di capitali monetari.
- 6- Risorse non finanziarie: oltre al capitale vengono fornite risorse non finanziarie a valore aggiunto come possono essere servizi di marketing, di risorse umane, di logistica, ecc...
- 7- Strategia d'uscita: nel private equity si basa principalmente sul rendimento finanziario, in questo caso invece è più variabile in base agli investimenti.

La Venture Philanthropy si è sviluppata in maniera particolare nei paesi di origine anglosassone. Il processo di investimento tipico si basa su 6 step:

- 1- Fase preparatoria: viene sviluppata la strategia di investimento a 360 gradi, sia in termini di obiettivi, di apporti finanziari, di politiche di co-investimento.
- 2- Analisi del mercato: si scansionano diverse imprese prima di decidere su quale andare ad investire. Si può operare in due differenti modalità, o

accettando le proposte effettuate direttamente dalle organizzazioni (open call), o proponendosi direttamente alle aziende.

- 3- Analisi del caso specifico: si vanno ad analizzare il modus operandi, i business plan, i bilanci e si effettuano colloqui con le persone che operano per l'azienda.
- 4- Proposta: viene effettuata la proposta all'organizzazione, pianificando sia la strumentazione non finanziaria che quella finanziaria.
- 5- Sviluppo del management: vengono definite le strategie del supporto non finanziario offerto.
- 6- Vendita: viene definita la strategia di uscita che può essere perché una delle parti ha raggiunto gli obiettivi prefissati o per una scadenza a termine temporale prevista al momento dell'investimento.

Un esempio italiano di Venture Philantropy è la Fondazione CRT⁸⁷, un ente privato nato nel 1991 e da oltre 30 anni è un “motore” di sviluppo e crescita del Piemonte e della Valle d'Aosta. Grazie a progetti e risorse proprie, è impegnata costantemente nella valorizzazione dei beni artistici e culturali, nella ricerca scientifica e la formazione dei giovani, l'imprenditoria sociale e l'assistenza, la salvaguardia dell'ambiente e delle persone. Ha un patrimonio investito di oltre 3 miliardi di euro, nel 2022 è riuscita ad avere un risultato di esercizio pari a +127,2 milioni di euro.

⁸⁷ <https://www.fondazionecrt.it/>

3.2 Gli strumenti di debito

Gli strumenti di debito sono generalmente dedicati ad organizzazioni già strutturate, in grado di mantenere dei flussi di cassa con poca volatilità, con un'esperienza sul campo dell'erogazione di servizi o di produzione di beni ad impatto positivo pluriennale.

Il credito tradizionale

Il credito tradizionale è lo strumento tipico con cui operano gli istituti finanziari classici, come le banche. È uno strumento in grado di soddisfare sia bisogno di breve periodo che di lungo termine, in base alle esigenze dell'organizzazione. Essendo capitali che saranno investiti in prodotti o servizi ad impatto sociale e/o ambientale positivi, ci possono essere dei vantaggi per le organizzazioni come uno sconto sugli interessi, scadenze più lunghe, l'ammontare del capitale, ecc...

Un esempio presente in Italia è quello di Banca Prossima, che è stata tra i finanziatori del consorzio Pan⁸⁸, ente che opera per la sostenibilità sociale creando asili e strutture per l'infanzia nel territorio italiano. Il finanziamento è stato di oltre 6 milioni di euro, che ha permesso al consorzio di supportare oltre 400 asili.

Il credito mutualistico

È una tipologia di finanziamento che viene erogata dai fondi di credito mutualistico che sono a loro volta finanziati da: il 3% dell'utile dell'anno

⁸⁸ <https://www.consorziopan.it>

precedente dalle banche cooperative associate, dalla raccolta di risparmio e finanziamenti da parte di altre aziende non profit.

In Italia le banche di credito cooperativo sono molto attive sul territorio per lo sviluppo di progetti ad impatto, prettamente sociale ma anche ambientale. Un esempio è quello della BCC Pordenonese e Monsile⁸⁹, banca molto attiva nel territorio del trevigiano e del pordenonese, che finanzia a tassi agevolati imprese che operano sul territorio e imprese, e offre a coloro che investono nelle energie rinnovabili, sia imprese che privati, prestiti a tasso agevolato con il prodotto “Prestito energia pulita”.

I titoli di solidarietà

Sono dei titoli obbligazionari, emessi da enti autorizzati, che sono destinati ad enti no-profit che abbiano un'utilità sociale. Il D.Lgs. 460/1997 è stato il primo atto che ha introdotto questi titoli nel mercato, in un secondo momento verranno inseriti nel cosiddetto “Codice del Terzo Settore”, che sarebbe il D.Lgs 117/2017, che tuttora li norma. Hanno due possibili forme: o del prestito obbligazionario di durata almeno triennale non subordinabile e non convertibile, o certificati di deposito con durata almeno annuale. Per aiutare lo sviluppo dei titoli di solidarietà il legislatore ha concesso un credito di imposta del 50% delle erogazioni effettuate verso enti no-profit.

I Mini Bond

Sono anch'essi dei titoli obbligazionari offerti da imprese non quotate in borsa al fine di rendersi meno dipendenti possibili dal finanziamento

⁸⁹ <https://www.bccpm.it/>

bancario. Possono essere emessi da società di capitali, cooperative, società mutue assicuratrici (non banche) e microimprese. E' un finanziamento con scadenza almeno triennale e possono essere emessi per un massimo del doppio del Patrimonio Netto del bilancio aziendale. Godono di alcuni trattamenti di favore come: costi di emissione ed interessi deducibili e sono garantiti parzialmente attraverso il Fondo di garanzia⁹⁰.

Un esempio italiano è quello della Borsa Italiana, la quale nel 2019 attraverso l'ExtraMOT PRO ha dato ampia visibilità ai Mini Bond facilitandone l'accesso ai capitali. Grazie a questa offerta nel 2019 c'è stato un incremento del 26% di Mini Bond emessi, raggiungendo quota 183.

I Green Bonds

Anche i Green Bonds fanno parte del mercato obbligazionario, con la peculiarità di essere collegati ad un impatto positivo per l'ambiente. L'ICMA⁹¹ ha delineato, nel 2014, i principi dei Green Bond, attraverso i Green Bond Principles⁹². Questi principi non sono vincolanti, ma possono essere assunti su base volontaria. Si dividono in quattro principali categorie:

- 1- Impiego dei proventi: dove i capitali raccolti andranno ad essere impiegati, si va dal campo dell'energia, il consumo del suolo, l'acqua, il contrasto al cambiamento climatico, il tutto ovviamente sotto un'ottica di sostenibilità.
- 2- Processo di valutazione e protezione: al fine di rendere l'investitore quanto più informato possibile, l'azienda deve offrire tutte le informazioni

⁹⁰ Osservatorio Minibond (2020), 2020 Italian Minibond Industry Report, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, Politecnico di Milano, Milano.

⁹¹ International Capital Market Association: è un'organizzazione di autoregolamentazione e un'associazione di categoria per i partecipanti al mercato dei capitali

⁹² International Capital Market Association (2014), Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, ICMA.

necessarie per quanto riguarda obiettivi di sostenibilità, i processi e altre informazioni che si ritengono importanti.

- 3- Gestione dei proventi: deve esserci una comunicazione continua che possa permettere agli investitori di monitorare come effettivamente vengano impiegati i capitali finanziati.
- 4- Reportistica: l'azienda deve proporre un report di sostenibilità, quanto meno annuale, in cui viene esposta l'effettiva allocazione delle risorse raccolte, la spiegazione dei vari progetti e del loro rendimento atteso.

Sono state le grandi istituzioni a proporre per primi questo tipo di finanziamento, come la BM⁹³ o la BEI⁹⁴, in un secondo momento si sono aggiunte aziende, banche, assicurazioni, enti statali. Nel 2020 sono stati emessi ben 238 miliardi di dollari in Green Bond⁹⁵, con oltre la metà emessi nel continente europeo, particolarmente in Germania ed in Francia. L'Unione Europea stessa sta optando molto nell'emissione di Green Bond per avere i fondi necessari per raggiungere gli obiettivi stabiliti dal COP26 di Parigi⁹⁶. Dal 2021 l'UE sta emettendo Green Bond, con scadenza nel 2058, al fine di raggiungere l'obiettivo prefissato del 30% di 750 miliardi di euro che sono necessari per il finanziamento del Next Generation EU.

I Social Bond

Come i Green Bond, anche i Social Bond sono strumenti obbligazionari, sono molto simili ai precedenti con la differenza che i primi devono comportare un impatto positivo per l'ambiente, i secondi per la società. La

⁹³ Banca Mondiale

⁹⁴ Banca Europea per gli Investimenti

⁹⁵ Dax M. e Kreipl J. (2021), The Green Bond and ESG Chartbook: January 2021, UniCredit.

⁹⁶https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/accounting_and_taxes/documents/190618-sustainable-finance-factsheet_en.pdf

durata dei Social Bond è solitamente pari a 60 mesi, con cedole che possono essere trimestrali o semestrali e con tasso fisso o variabile. Anche qui è stato l'ICMA a fornire delle linee guida per la gestione dei Social Bond da assumere su base volontaria⁹⁷. I Social Bond operano su: sanità, istruzione, housing sociale, servizi essenziali (acqua potabile, energia, fognature, ecc...) e rafforzamento socioeconomico. Le categorie che vengono aiutate attraverso l'emissione di queste obbligazioni sono: disoccupati, persone che vivono al di sotto della soglia di povertà e categorie sensibili come anziani e disabili.

Esistono due tipologie di Social Bond:

- 1- Grant Based: sono obbligazioni tradizionali, ma una parte del ricavato dagli interessi dell'investitore vengono offerti per supportare progetti che creino un impatto sociale positivo. Qui l'investitore può donare una parte del suo rendimento in due modalità: o cede una quota del capitale investito, o cede parte del suo rendimento.
- 2- Loan Based: il capitale raccolto viene interamente destinato a progetti che prevedono di creare impatti sociali positivi. Sono molto vincolati alle linee guida proposte dall'ICMA.

In Italia il Social Bond più importante è quello offerto da UBI Banca "Social Bond UBI Comunità" che, dal 2012, è stato in grado di raccogliere una cifra vicina al miliardo di euro.

Il Microcredito

⁹⁷ International Capital Market Association (2018), Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, ICMA.

Il microcredito è uno strumento di debito pensato per le aziende o i soggetti che difficilmente riescono ad entrare in contatto con il mercato finanziario tradizionale. Solitamente sono Microimprese e persone fisiche coloro che si appellano al microcredito con l'obiettivo di trovare un posto di lavoro, di iscriversi all'università o di trovare i finanziamenti adeguati per fare impresa. Il microcredito in Italia è definito dall'art. 111 comma 1 del D.Lgs 385/1993, conosciuto comunemente come TUB (Testo Unico Bancario). Il comma recita⁹⁸:” 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”.

Questi micro-prestiti si possono suddividere in 3 tipologie:

- 1- Microcredito produttivo: è di base tutto ciò che viene inserito nell'art.111 comma 1 del TUB.
- 2- Microcredito sociale: l'importo massimo di questo microcredito è di € 10.000 e viene offerto a condizioni più favorevoli rispetto a quelle proposte dal mercato. I soggetti che possono accedere a questo credito sono persone

⁹⁸ 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.

fisiche che hanno una condizione economica sfavorevole o una posizione sociale svantaggiata. Non esistono garanzie reali e lo scopo è quello di favorire l'inclusività sociale e finanziaria. La durata massima è di 5 anni e non può includere forme di credito quali la cessione del quinto e i crediti di firma.

- 3- Microcredito studentesco: sono finanziamenti che hanno l'obiettivo di agevolare il pagamento della formazione universitaria e post-universitaria dei soggetti meno abbienti con il fine di essere inseriti dopo la formazione nel mercato del lavoro. La durata non può mai essere superiore ai 10 anni e deve coincidere con la durata del piano di studi.

Il mercato europeo del microcredito ha raggiunto nel 2021 un portafoglio di 4,3 miliardi di euro, tornando ai numeri pre-pandemici, con un totale di circa 1,5 milioni di utenti⁹⁹. In Italia nel 2021, invece, si è raggiunta quota 370 milioni di euro erogati, producendo un effetto leva occupazionale pari a 2,43¹⁰⁰.

I tassi offerti dal microcredito sono particolarmente elevati in quanto devono sopperire la mancanza di garanzie reali offerte, andando a coprire così i costi di gestione e dei rischi.

Esempio cardine del microcredito è la famosa Grameen Bank, istituto bancario nato nel 1983 con lo scopo di aiutare la crescita delle zone rurali del Bangladesh, che con gli anni si è sviluppata in oltre 50 Stati. Il totale di prestito erogati dalla Grameen Bank è di oltre 30 miliardi di dollari in

⁹⁹ Pytkowska J. (2022), Microfinance in Europe: Survey Report 2022 edition, European Microfinance Network.

¹⁰⁰ <https://www.microcredito.gov.it/ente/i-numeri-del-microcredito-in-italia.html>

quasi 40 anni di attività¹⁰¹. La creazione di questa banca è valsa al suo fondatore Muhammad Yunus il premio Nobel per la pace nel 2006.

¹⁰¹ <https://grameenbank.org/data-and-report/historical-data-series-in-usd/>

3.3 Gli strumenti ibridi

Quelli ibridi sono strumenti che hanno delle caratteristiche miste tra gli strumenti di debito e quelli azionari. Sono strumenti di nuova generazione e non ancora allo stadio di maturazione completa, ma sono in via di sviluppo.

Il crowdfunding

Il termine crowdfunding deriva dall'unione delle due parole inglesi crowd (folla) e funding (finanziamento). È una tipologia di finanziamento che avviene attraverso web platform e permette ad un progetto di raccogliere i fondi adeguati alla sua realizzazione. Le piattaforme web sono gestite dai soggetti autorizzati; in Italia, ad esempio, la vigilanza alle piattaforme è gestita dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Le piattaforme per la raccolta di capitali hanno la funzione di far conoscere ai privati le informazioni sul progetto, di fare da raccoglitori di quote di capitale e di sfruttare i social network per pubblicizzare il progetto. La forza del crowdfunding deriva dalla trasparenza, in quanto gli investitori scelgono direttamente il progetto più adatto alla propria mentalità, e non vanno ad investire in fondi da dove poi attingeranno diverse aziende. Si può dividere il crowdfunding in due macrocategorie:

- 1- Non finanziario: si tratta di una semplice donazione a cui difficilmente ci sarà un ritorno economico, che potrebbe verificarsi in caso di vendita di beni o attraverso ricompense non monetarie.
- 2- Finanziario: in questo caso i soldi vengono investiti con l'obiettivo di un ritorno finanziario e si divide a sua volta in 3 sottocategorie:

- a) Lending Crowdfunding: si comporta come un vero e proprio prestito a cui è associato un ritorno con interesse. L'investitore può offrire il proprio denaro ad un'altra persona fisica, direttamente ad un'impresa o ad un intermediario che fa da mediatore tra investitori e aziende/persone fisiche.
- b) Equity Crowdfunding: le risorse finanziarie raccolte servono a far partire o sviluppare business, con la speranza che in un futuro ci siano dividendi da spartirsi.
- c) Real Estate Crowdfunding: è un mix tra le prime due sotto-categorie, con l'aggiunta che opera solamente sul mercato immobiliare.

Il primo esempio di crowdfunding che possiamo ricordare, o quantomeno il più famoso, è quello di Joseph Pulitzer per la raccolta di denaro per la costruzione della Statua della Libertà a New York. Pulitzer promise la pubblicazione di tutti i nomi di coloro che avrebbero donato sul giornale The New York World. La proposta fu un successo, 160.000 persone donarono e si raccolse una cifra di circa 100.000 dollari¹⁰².

L'espansione del fenomeno del Crowdfunding è avvenuta in maniera particolare tra 2013 e 2017, quando la cifra è aumentata di quasi 40 volte, passando da 11 miliardi di dollari a oltre 400 miliardi. Il mercato del Crowdfunding è molto forte nello Stato cinese che è leader mondiale per la raccolta fondi.

I Social Impact Bond

Un sempre minor finanziamento di beni e servizi rientranti nel Welfare statale e un peggioramento dei bilanci statali in seguito alle ultime crisi

¹⁰² Kallio A. e Vuola L. (2020), "History of Crowdfunding in the Context of Ever-Changing Modern Financial Markets", in Shneur R., Zhao L. e Flåten B., *Advances in Crowdfunding Research and Practice*, Palgrave Macmillan, Londra.

economiche, pandemiche e inflattive, hanno portato alla necessità di aumentare le collaborazioni pubblico-private, provando a coprire i buchi che derivano da una raccolta pubblica sempre più limitata. La necessità diventa ora quella di creare dei sistemi di misurazione che dimostrino i valori delle partnership tra enti pubblici e privati, dividendo quello che sarà il valore economico puro e quello del ritorno sociale degli investimenti. Lo Stato Sociale, in particolare nell'Europa Continentale, è sempre stato visto come obbligatoriamente finanziabile dalla spesa pubblica, concetto che ha portato spesso ad un rallentamento verso l'innovazione con la creazione di alcune problematiche:

- 1- Poca attenzione al ritorno degli investimenti, che portano inevitabilmente a sprechi di finanziamenti pubblici.
- 2- Lentezza nei sistemi di misurazione delle performance.
- 3- La mancanza di propensione al rischio da parte delle amministrazioni che portano ad escludere progetti che potevano avere dei buoni rendimenti.
- 4- Preventivi di alcuni progetti che avevano un costo per la loro realizzazione che sono stati scartati proprio per questo motivo.

Se tali evidenze sono state apportate in sistemi nazionali in cui il welfare è, aldilà di tutto, molto sviluppato, in Stati in cui la povertà è dilagante e i servizi anche più basilari non riescono ad essere garantiti a tutta la popolazione, la situazione è ben più grave. Negli Stati in cui questi problemi sono radicati da decenni, e in cui finora nessuno è stato in grado di offrire un netto cambiamento nel miglioramento della qualità della vita, servono nuove idee e nuovi approcci che possano permettere di colmare i vuoti lasciati. Il nuovo approccio lanciato dal mercato degli "impact investing" è quello di strumenti performance-based, ossia di soluzioni che

portano vantaggi alle aziende sia in termini di input di risorse produttive, sia in termini di output di servizi offerti; obiettivi, scaglioni e basi remunerative devono essere concordate prima dell'inizio dei lavori tra aziende che operano nell'area e pubbliche amministrazioni. Le partnership tra aziende private e settore pubblico sarebbero basate, quindi, in un sistema payment-by-result che si andrebbe a basare su due principi: la misurazione degli impatti sociali che derivano dagli investimenti e la diminuzione futura di spesa pubblica che viene data dagli investimenti¹⁰³.

Nel mondo dei cosiddetti payment-by-result vengono inseriti i Social Impact Bonds. Questo tipo di finanziamento, conosciuto anche come Social Benefit Bonds, si basa su un meccanismo tale per cui il guadagno che andrà a percepire l'investitore sarà in base all'impatto positivo che un dato progetto sarà in grado di offrire alla popolazione. I SIB sono stati creati con l'obiettivo di sponsorizzare l'innovazione sociale rendendola più conosciuta e anche divertente. A scapito degli investitori tradizionali, che scommettono sull'andamento di un titolo azionario o di una valuta, coloro che investono in SIB fanno la loro puntata credendo o meno sul positivo andamento di una certa attività a scopo sociale. La forza di questo tipo di investimento deriva dal fatto che il capitale iniziale viene finanziato attraverso la raccolta con i SIB e il rimborso agli investitori avviene solamente in caso di raggiungimento delle performance prestabilite. Il rendimento sarà comunque molto simile a quello di un'azione, basandosi però sulla performance aziendale e non sul rendimento nel mercato azionario.

¹⁰³ Del Giudice A. (2015), I Social Impact Bond, pp. 43-45, Franco Angeli, Milano.

Esiste, quindi, una differenza sostanziale tra i classici pay-for-success e i SIB, ossia che le risorse finanziarie derivano da soggetti che hanno un duplice interesse, sia economico che sociale. Solitamente i soggetti che prendono parte ad un Social Impact Bond sono 3: l'azienda che opera creando impatti positivi, la pubblica amministrazione che provvederà alla remunerazione in caso di performance positive e gli investitori. Essendo però strumenti particolari per due motivi principali: la difficoltà di previsione dell'andamento di un progetto e la necessità di fiducia che deve esserci tra i soggetti, il numero dei soggetti aumenta spesso fino a 5 unità, aggiungendo due figure molto importanti:

- 1- Intermediario specializzato: è un portavoce tra investitori ed imprese, svolge il suo lavoro previo trattenimento di una quota dei capitali, e si occuperà della raccolta e della distribuzione delle risorse, di accordi con la PA in base alle performance e di distribuire eventuali utili conseguiti.
- 2- Independent Assessor: è un soggetto che andrà a misurare ex-post le performance, controllando il raggiungimento dell'obiettivo. Essendo un soggetto terzo esso garantisce equità e trasparenza.

La forza dimostrata dai SIB è data dal fatto che rende realizzabili progetti che sarebbero difficilmente attuabili in quanto le pubbliche amministrazioni non possono permettersi un rischio così grande, quindi, preferiscono trasferirlo a soggetti privati esterni che possono, invece, permetterselo.

I rischi principali dei Social Impact Bond sono quattro:

- 1- Rischio di intermediazione: può a sua volta derivare da due possibili fonti: la prima dipende dal fatto che essendoci una scarsità di informazioni e asimmetria informativa vi sia difficoltà a gestire le relazioni tra azienda e

investitori, la seconda dipende semplicemente da possibili conflitti di interesse che riguardando l'intermediario, sia con l'azienda che con gli investitori.

- 2- Rischio politico: si suddivide a sua volta in molteplici fonti di rischio che possono variare da forzate rinegoziazioni dei termini contrattuali, ostracismo nel controllo dei criteri di valutazione, cambio dei vertici della PA. Il rischio diminuisce quando la pubblica amministrazione ha già dimestichezza con strumenti pay-for-success.
- 3- Rischio finanziario: è spesso sopportato solo dagli investitori e può verificarsi tramite due modalità: la prima è il banale mancato raggiungimento degli obiettivi di remunerazione prefissati, il secondo è dato da un aumento dei costi di transizione durante l'implementazione del progetto.
- 4- Rischio reputazionale: non è un rischio per gli operatori, ma è un rischio per il movimento in generale, in quanto eventuali problematiche che possono crearsi in un singolo Bond possa diventare "contagioso" data l'importanza mediatica e rischierebbe di rovinare il mercato dei SIB rallentandolo o addirittura fermandolo del tutto.

La data del primo SIB risale al 2010, quando a Peterborough in UK, venne creato un progetto con l'obiettivo di riduzione del tasso di recidività dei carcerati con pene inferiori all'anno. L'accordo che riuscirono a trovare la One Service¹⁰⁴ e la Pubblica Amministrazione britannica, rappresentata dal Ministero della Giustizia e dal Ministero del Tesoro, era basata sui seguenti elementi:

¹⁰⁴ E' una Joint Venture che fu formata dalla più famosa Social Finance insieme ad altri 5 operatori di mercato.

- Riduzione di almeno 7,5 punti percentuali su un campione di 3 carceri con ciascuno 1000 detenuti.
- Remunerazione pari al 7,5% in caso di superamento della soglia fino ad un massimo del 13%.
- Pagamento immediato della remunerazione in caso di superamento della soglia del 10%.

Essendo la prima esperienza non fu facile trovare investitori, e toccò proprio a Social Finance a farsi da promotrice, creando Social Impact Partnership, i cui membri erano principalmente investitori filantropi. Dopo il primo anno di esperimento il risultato fu entusiasmante, con una riduzione del 8,4% contro l'obiettivo del 7,5%. Il governo, però, sfruttò una clausola che chiuse la collaborazione e sfruttò quanto fatto per espanderlo a tutto il paese con il programma "Transforming Rehabilitation".

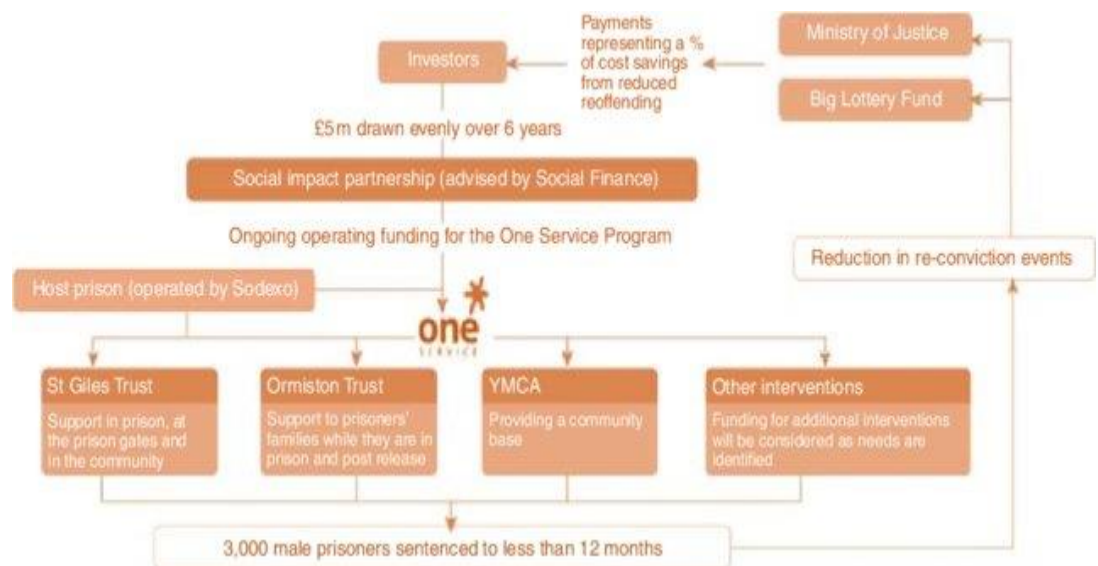


Figura 5: Funzionamento del SIB di Peterborough. Fonte: Social Finance (2011)

Il SIB più costoso è un progetto creato negli Stati Uniti che aveva l'obiettivo di ridurre l'inquinamento fognario dei fiumi Anacostia,

Potomac e Rock. Ideato nel 2016, prese il nome di DC Water Environmental Impact Bond¹⁰⁵, e aveva l'obiettivo di raccogliere i 25 milioni di dollari necessari per iniziare il progetto che alla fine costerà oltre 2 miliardi di dollari. Goldman Sachs Urban Investment Group e Calvert Foundation furono i due investitori che raccolsero la cifra richiesta. La loro remunerazione avverrà solamente in caso di riduzione del 41,3% degli straripamenti della fognatura Rock Creek, nel caso di riduzione inferiore al 18,6% agli investitori sarà addebitata la quota di rischio che ha sostenuto la DC Water, in caso di riduzione interna all'intervallo tra 18,6% e 41,3% sarà garantito solamente il ritorno di capitali. Il SIB in questione è composto da obbligazioni a tasso variabile con durate di 25 anni.

¹⁰⁵ <https://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/current/dc-waterenvironmental-impact-bond-fact-sheet.pdf>

3.4 La misurazione delle performance

Come detto anche nei capitoli precedenti, è fondamentale per la crescita del fenomeno affiancare alla misurazione del rendimento economico-finanziario quello dell'impatto sociale e/o ambientale che riusciamo ad ottenere. La focalizzazione eccessiva in uno dei due indicatori sposterebbe troppo l'attenzione e si andrebbe a cambiare gli obiettivi di investimento verso canoni più tradizionali o di filantropia pura. La misurazione può essere di due tipi: quantitativa, che è facilmente misurabile e permette dei dati certi, o qualitativa che è più complicata da misurare e soprattutto non riesce a garantire dei dati oggettivi. Risulta spesso complicato, quindi, trovare degli standard che permettano di mescolare puntualmente obiettivi sociali e finanziari, anche per la difficoltà di raccolte dati per quanto riguarda fenomeni sociali. Le cause che rendono complicata la misurazione dell'impatto sociale sono l'alto numero di variabili che influenzano i lavoratori sociali nelle loro attività: l'origine dei fondi, dove opera l'azienda sociale, output difficilmente comparabili con altre operazioni¹⁰⁶. Molto importante nella prima fase di misurazione è il calcolo dei rischi a che l'impact investing può dover affrontare.

La difficoltà principale, dunque, risulta essere quella di trovare degli indici di misurazione standard che permettano di unire sia l'aspetto finanziario che quello sociale. In aggiunta ogni attore degli impact investing cerca dati differenti: le PA cercano principalmente dati riguardanti risvolti sociali, e solo in un secondo momento controllano ritorni finanziari e fiscali; gli

¹⁰⁶ 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

investitori, per quanto socialmente esposti, danno un peso più importante al ritorno economico; infine, le aziende daranno pari importanza sia al valore economico creato che a quello sociale. Agli albori del mercato della finanza sociale, le aziende crearono degli standard interni su cui basarsi per la misurazione delle performance economiche e sociali. Secondo un sondaggio¹⁰⁷ l'85% delle aziende utilizzava standard di misurazione creati internamente all'azienda, il 13% utilizzava strumenti creati da altre società, e soltanto il 2% si basava su standard creati da aziende terze al mercato degli impact investing. Dal 2010 gli sviluppi in questo campo sono stati diversi, l'impegno sul campo da parte di accademici e studiosi stanno portando ad una sempre maggiore standardizzazione degli indici di misurazione delle performance, che in futuro potrà essere una svolta per la crescita del mercato degli impact investing.

Gli ESG

I parametri ESG (acronimo di Environmental, Social e Governance) vengono usati con il fine di calcolare gli impatti ambientali, sociali e di governo societario. Le aziende utilizzano questi standard per aumentare la loro coerenza in tema di sostenibilità, migliorando la filiera produttiva sia in termini ambientali che sociali. Esistono tre obiettivi di base che gli investitori prendono in considerazione quando implementano una strategia che si basa anche sul calcolo dei parametri ESG. Il primo è l'integrazione, l'investitore andrà ad investire su progetti che includono tematiche ESG, riducendo il rischio nel lungo periodo; ci sono due tipi di approccio, bottom-up quando una volta investito il denaro si andranno ad includere i

¹⁰⁷ O'Donohoe N., Leijonhufvud C., Saltuk Y. (2010), Impact Investments: An emerging asset class, J.P. Morgan, The Rockefeller Foundation, Global Impact Investing Network.

parametri ESG, o top-down quando si includeranno nel portafoglio solamente aziende che adottano già questi parametri. Il secondo sono i valori, ciò avviene quando l'impresa effettua analisi di mercato andando ad escludere tutte le aziende che non operano rispettando parametri ESG, eliminando in primis alcuni settori definiti come “non sostenibili” (armi, gioco d'azzardo). Il terzo e ultimo è l'impatto, che si basa sulla voglia di sostenere progetti o aziende che abbiano l'obiettivo di creare impatti positivi¹⁰⁸.

I parametri ESG vengono predisposti da varie agenzie, non esistono parametri unici a livello mondiale. Nel 2016, come riportato nel sito finscience.com, erano più di 125 le agenzie che avevano operato nella creazione di parametri ESG, le più famose e utilizzate sono la MSCI, FTSE, Arabesque e Bloomberg. Queste agenzie operano con la ricezione e la produzione di tantissimo materiale (interviste, sondaggi, bilanci di sostenibilità) che utilizzeranno per la creazione di indici che porteranno le aziende a ricevere dei punteggi per gli ESG. Il mercato delle agenzie negli ultimi anni sta raggiungendo la fase di saturazione, infatti, sono già molti i casi di acquisizione, fusione o compartecipazione tra agenzie. I parametri ESG, da quando hanno iniziato a circolare con una certa popolarità ad oggi, non sono cambiati, si sono semplicemente aggiunti dei nuovi criteri che danno peso alle azioni delle aziende. Se nel 2008 la concentrazione era totalmente su emissioni di CO2, impatto ambientale dell'azienda e climate change, oggi si sono aggiunte la gestione idrica e la tutela della biodiversità. Anche a livello sociale è successa la stessa cosa, se prima si guardava soprattutto alle condizioni lavorative, alla formazione e al

¹⁰⁸ <https://www.msci.com/esg-101-what-is-esg>

rispetto dei diritti umani, oggi la sicurezza sul lavoro e la gestione delle persone ha un ruolo cardine. Infine, per quanto riguarda il governo aziendale, i due punti cardini sono la lotta alla corruzione e le politiche remunerative.

IRIS

L'IRIS, oggi conosciuto come IRIS+, è un progetto sviluppato dal GIIN agli albori del fenomeno degli impact investing, con l'obiettivo di far crescere il mercato attraverso una forma di misurazione delle performance che permettesse una maggiore trasparenza e contabilità.

IRIS mette a disposizione dati sia a favore degli investitori, con parametri sia economico-finanziari che di impatto sociale e/o ambientale che serviranno per una valutazione post investimento, sia a favore delle imprese sociali, che utilizzano questi dati per rendersi più appetibili sul mercato finanziario. Il primo sistema IRIS proponeva circa 500 indicatori, ma con IRIS+ il numero è cresciuto oltre i 600. Questi indicatori sono divisi per ambiti:

- 1- Ambito della performance finanziaria: in cui viene mostrata la solidità finanziaria dell'azienda.
- 2- Ambito della performance operativa: qui viene analizzata la gestione aziendale dal punto di vista dell'operatività giornaliera.
- 3- Ambito della performance di prodotto: viene analizzato quanto il prodotto o servizio in sé impatta a livello ambientale e/o sociale.
- 4- Ambito della performance di settore: si effettua un'analisi del settore in modo tale da dimostrare dove l'azienda può posizionarsi.

- 5- Ambito della performance di obiettivi sociale e ambientali: quanto l'azienda impatta in termini sociali e/o ambientali in base all'obiettivo dichiarato nella mission¹⁰⁹.

Mentre, con IRIS+, sono stati aggiunti dei KI che si ottengono attraverso la fusione di più indicatori, con il fine di rendere più facile la comprensione di essi. I KI si basano su cinque punti:

- 1- Obiettivi: sia dal punto di vista dell'investitore che dell'impresa sociale.
- 2- Risultato da misurare: viene deciso quale sarà il singolo risultato che si andrà a misurare, se economico-finanziario o socio-ambientale.
- 3- Domande chiave: vengono poste una serie di domande chiave con il fine di capire quale sarà l'obiettivo finale.
- 4- Strumenti addizionali: per capire quali sono le possibili conseguenze delle azioni intraprese a livello di stakeholder.
- 5- Personalizzazione: ogni attore può aggiungere altri indicatori IRIS che presume gli possano servire nell'analisi.

Il GIIN, come visto in precedenza pubblica annualmente un sondaggio effettuato agli attori che operano sul mondo degli impact investing¹¹⁰, nell'ultimo disponibile, quello del 2020, possiamo notare come gli indicatori IRIS vengono utilizzati dal 46% degli intervistati, mentre un po' meno utilizzati sono gli indicatori dell'IRIS+ che vengono utilizzati dal 36% del campione.

¹⁰⁹ IRIS, Getting Started with IRIS: How to select IRIS metrics for social and environmental performance measurement, IRIS.

¹¹⁰ Hand D., Dietrich H., Sunderji S. e Nova N. (2020), 2020 Annual Impact Investor Survey, Global Impact Investing Network.

GIIRS

GIIRS è un sistema indipendente che valuta esternamente gli impatti socio-ambientali che vengono generati dalle imprese sociali. GIIRS è stato sviluppato da B-Lab, un'azienda no-profit che propone dei certificati alle aziende che rispondono positivamente a tematiche di sostenibilità sociale e/o ambientale. GIIRS sviluppa, basandosi sui parametri IRIS e IRIS+ con l'aggiunta di altre metriche, un punteggio che va da 0 a 200 (più alto sarà il numero più l'azienda sarà sostenibilmente esposta), e due classifiche basate sul business model per capire se esso è, e quanto lo è, in grado di risolvere problematiche ambientali e/o sociali.

B-Lab effettua valutazioni attraverso il GIIRS a circa 15.000 enti tra fondi di investimento e imprese sociali¹¹¹, e secondo il sondaggio del GIIN il 18% degli impact investors utilizza questo sistema di valutazione per effettuare le proprie analisi.

SROI

Derivante dal classico indice ROI, lo SROI è l'acronimo di Social Return on Investment. Questo indice dimostra, in termini monetari, il valore sociale e/o ambientale che viene prodotto da questo investimento. Lo SROI è un valore numerico non percentuale, e viene dato analizzando costi e benefici prodotti dall'investimento, la formula è la seguente: $SROI = \text{Valore attuale netto} / \text{Valore degli input}$. Il risultato, quindi, dimostra per ogni € speso quanto valore sociale e/o ambientale è stato prodotto.

¹¹¹ <https://b-analytics.net/content/company-ratings>

Lo SROI viene poi scomposto per essere analizzato con più facilità, la sua scomposizione si articola su sei fasi¹¹²:

- 1- Identificazione del mercato obiettivo: vengono definiti gli stakeholder e ciò che sarà compreso nell'analisi dello SROI.
- 2- Mappatura dei risultati: attraverso il coinvolgimento degli stakeholder creare una mappa di tutti i possibili costi, benefici e risultati.
- 3- Dimostrazione dei risultati e conseguente valutazione: si ricercano informazioni che possano permettere di stilare dei risultati che dovranno essere valutati.
- 4- Definizione di impatto: ai risultati raccolti viene assegnato un valore in termini monetari, al netto di cambiamenti che sarebbero comunque avvenuti.
- 5- Calcolo dello SROI: a questo punto si può procedere con il calcolo vero e proprio dello SROI con la formula mostrata in precedenza.
- 6- Utilizzo dei risultati: arrivati a questo punto è importante per l'azienda condividere i risultati con gli stakeholder cercando vie per migliorare i risultati ottenuti con i prossimi investimenti.

Lo SROI è uno strumento molto potente in quanto ha un sacco di utilizzatori che ne fanno uso per diversi motivi. Le imprese del terzo settore lo utilizzano con il fine di migliorare l'allocazione delle risorse, le imprese sociali per dimostrare il peso di un certo prodotto o servizio sulla comunità e gli investitori sociali per effettuare azioni di controllo su come sono stati investiti i loro soldi.

¹¹² Nicholls J., Lawlor E., Neitzert E. e Goodspeed T. (2012), Guida al Ritorno Sociale sull'Investimento, The SROI Network,

4. Caso A|Impact

4.1 Introduzione all'azienda

A|Impact¹¹³ è un progetto promosso da Avanzi Etica SICAF EuVECA S.p.A., azienda leader nel settore della consulenza in tema di innovazione sociale, ambientale e culturale, ed è la parte che si occupa di impact investing dell'azienda. Nasce nel 2018, ma la sua espansione aumenta nel 2020 quando entra a far parte del gruppo ETICA SGR, società di gestione del risparmio che apporterò competenze e conoscenze nella gestione e nella vendita di prodotti finanziari sostenibili.

La sede societaria è a Milano in via Ampère 61/A, la società ha un capitale sociale di € 109.544.

A|Impact¹¹⁴ è costituito come un FIA¹¹⁵, che si rivolge ad investitori istituzionali, e che supporta l'avvio e lo sviluppo di start up e PMI innovative che basano il loro business sulla generazione di impatti ambientali e/o sociali positivi. La sua forma è di SICAF EuVeCa, ossia una società di investimento a capitale variabile che si basa sul Fondo Europeo per il Venture Capital. È autorizzata dalla Banca d'Italia e, quindi, come da regolamento del TUB è soggetta a duplice vigilanza della Banca d'Italia e della Consob.

A|Impact investe soprattutto nel territorio italiano, con investimenti a medio/lungo termine attraverso due modalità: o strumenti di equity puri, oppure strumenti ibridi tra equity e di debito. Il loro focus ovviamente è su

¹¹³ <https://aimpact.org/>

¹¹⁴ <https://aimpact.org/chi-siamo/>

¹¹⁵ Fondo d'Investimento Alternativo

imprese esposte ambientalmente e/o socialmente, che necessitano di investimenti per l'innovazione e che abbiano un buon potenziale di crescita, non dimenticando che gli impact investing si utilizzano con il fine anche del ritorno economico.

Governance

- Il CEO è Matteo Bartolomeo, un'intera carriera basata sulla sostenibilità e l'innovazione, dal lavoro di ricercatore, alla fondazione di "Make a Cube" il primo incubatore italiano per social and eco-innovators. Dal 2019 è CEO di a|impact dopo aver co-fondato Avanzi nel 1997.
- Valentina Zadra è la Chairwoman di A|Impact, incarico che ricopre a partire dal 2019. Nel suo curriculum notiamo diversi impieghi come Legal Advisor, dopo essersi laureata in giurisprudenza presso l'Università Sapienza di Roma.
- Il responsabile dell'area investimenti è Davide Zanoni, anch'esso ricopre l'incarico dal 2019. Entra in Avanzi come partner nel 2002, nel 2014 fonda la società cooperativa "ènostra" che opera nel campo delle energie rinnovabili.
- La responsabile delle partecipazioni è Simona Testoni, a partire dal 2020. In diverse esperienze si è occupata come investment manager, laureata in Scienze Economiche presso l'Università Bocconi di Milano.

Queste sono le figure più importanti che operano all'interno dell'azienda, che all'interno del Consigli di Amministrazione prevede come suoi partecipanti, oltre al Presidente e al CEO, anche Davide Dal Maso, Giuseppe Di Francesco e Gianluca Salvatori nel ruolo di consiglieri. Essendo una S.p.A. prevede il

collegio sindacale formato da tre membri e in aggiunta ha un Advisory Board composto da cinque elementi.

Vision e mission aziendale

A|Impact sostiene lo sviluppo di imprese che abbiano un alto valore sociale, ambientale e culturale, definendo la finanza come puramente strumentale allo sviluppo di idee imprenditoriali ad impatto sociale. Secondo l'azienda la finanza deve trovare delle soluzioni che possano favorire lo sviluppo imprenditoriale, soprattutto quando le imprese sono in grado di generare impatti positivi per la comunità. L'attenzione di A|Impact è sulla generazione di impatti positivi su tre pilastri: le persone, l'ambiente e l'economia, rispettando il vincolo del rendimento di capitale messo a disposizione dagli investitori.

Gli obiettivi di A|Impact si possono tradurre in sei leggi fondamentali:

- 1- Liberare il potenziale degli imprenditori sociali.
- 2- Facilitare lo scale-up e la diffusione di pratiche di innovazione sociale.
- 3- Fornire un supporto manageriale e finanziario di lungo periodo.
- 4- Accelerare il processo generativo che trasforma grandi intuizioni in azioni concrete.
- 5- Contribuire a colmare il gap tra domanda e offerta nel mercato dei capitali, attraverso un impact investing innovativo.
- 6- Sviluppare modelli innovativi di intervento e di partnership con gli imprenditori sociali¹¹⁶.

¹¹⁶ <https://aimpact.org/visione/>

4.2 Prodotti e servizi offerti

Gli investimenti effettuati da A|Impact hanno generalmente lo scopo di supportare sviluppo e crescita di piccole e medie imprese che abbiano all'interno della loro mission lo scopo di generare impatti positivi per l'ambiente, per la comunità o per la cultura. Essendo una società che opera attraverso gli impact investing, non persegue solamente l'obiettivo della generazione di impatti positivi, ma al contempo insegue anche lo scopo del rendimento finanziario.

Gli obiettivi di impatto, che sono esterni agli obiettivi generali di A|Impact, vengono di volta in volta stipulati dopo essersi accordati con le aziende finanziate, favorendo politiche ESG che possano limitare il rischio di potenziali effetti negativi degli investimenti sui fattori di sostenibilità.

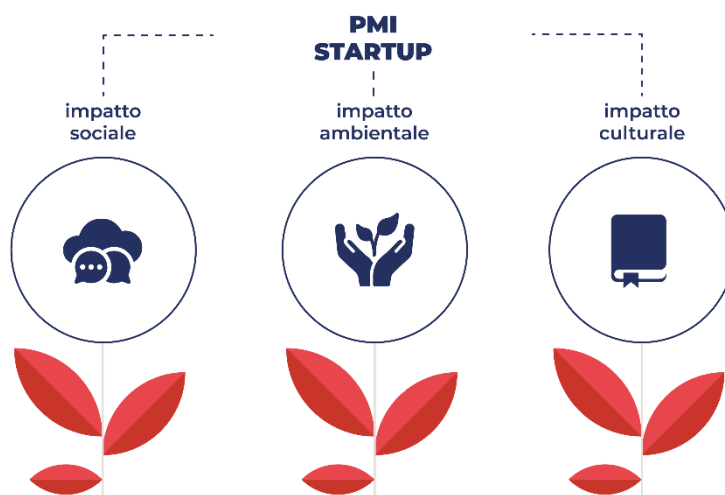


Figura 6: obiettivi sostenibili degli investimenti. Fonte A|Impact

Aree di investimento

A|Impact, per considerare valida un'impresa da finanziare si basa su quattro pilastri:

- 1- Missione sociale chiara: l'impatto sociale deve essere rilevante e di lungo termine, andando a colmare bisogni ambientali/sociali/culturali urgenti dei beneficiari.
- 2- Impatto intenzionale e misurabile: l'impatto generato deve poter essere definito e calcolabile in tutte le fasi dello sviluppo.
- 3- Profitto come strumento non come fine: solidità dal punto di vista economico-finanziario che porterà servirà da strumento per raggiungere obiettivi sostenibili.
- 4- Correlazione tra rendimento e impatto: i modelli di business devono collegare sia obiettivi di impatto sostenibile, sia di ritorno finanziario.

Dopo aver valutato con attenzione che l'azienda da finanziare rispetti i quattro punti precedenti, si decide come finanziarla. A|Impact utilizza principalmente strumenti di equity o quasi-equity, ma talvolta utilizza anche strumenti di debito, e si focalizza su imprese con sede legale e operativa in Italia. Gli investimenti vengono effettuati principalmente in fase:

- Pre-seed: dall'inglese prima del seme, ossia in fase pre-embrionale quando le start up sono in cerca dei primi capitali per iniziare il loro business.
- Seed: è la fase in cui il progetto iniziale diventa realtà e in cui il mercato inizia ad essere ingaggiato.
- First – Stage: quando il prodotto è già in produzione ma deve ancora verificarsi la sua validità commerciale.

Le aree di interesse su cui A|Impact punta sono: welfare e servizi di cura, inserimento lavorativo (soprattutto per soggetti svantaggiati e vulnerabili), industrie creative e culturali, educazione e apprendimento continuo, economia circolare e rinnovabili, rigenerazione urbana, housing sostenibile e

inclusivo, agricoltura sostenibile e protezione del territorio, servizi di interesse generale, infrastrutture per la società, piccola manifattura e artigianato urbano, turismo responsabile e finanza sociale¹¹⁷.

Come generare l'impatto

L'attività di A|Impact è generatrice di impatto solamente in maniera indiretta, attraverso investimenti e partecipazioni in altre società. Quest'attività, per generare impatti positivi, segue alcuni passaggi fondamentali:

- 1. Selezione:** bisogna identificare e valutare in maniera preventiva quale sarà il potenziale di generazione di impatto del modello di business e i principi dell'azienda da finanziare. In questa fase A|Impact si avvale dall'aiuto dell'incubatore che fa parte sempre del gruppo Avanzi, A|Cube, e dell'esperienza generale data da anni di lavoro nel settore da parte di Avanzi e di Etica SGR.
- 2. Accelerazione:** supporto iniziale alle società partecipate per la definizione del modello di impatto e delle metriche di riferimento per il loro calcolo. Durante tutta la collaborazione, invece, un supporto continuo a livello manageriale, sia dal punto di vista degli impatti che di business puro. Ci sarà un monitoraggio continuo degli impatti e dei rendimenti finanziari, con strategie di aggiustamento pronte ad intervenire in caso i piani iniziali non dovessero funzionare come preventivato.
- 3. Crescita:** attraverso la partecipazione attiva delle società in portafoglio si possono far crescere le attività secondo quanto stabilito nei business plan. L'accompagnamento nello sviluppo aziendale è

¹¹⁷ <https://aimpact.org/politiche-di-investimento/>

l'unica garanzia per A|Impact di uscire dall'investimento con un buon rendimento economico e un buon impatto prodotto. La valutazione ex post della performance dell'investimento è necessaria anche per valorizzare l'investimento nei confronti di nuovi investitori, così da rafforzare la missione impact.

Metodologie di sostenibilità

Nel 2021 è entrato in vigore il Regolamento UE 2019/2088, il quale decreta nuovi obblighi informativi sui temi ESG. Regolamento deciso per rendere più sostenibili gli investimenti attuabili tramite il PNRR.

All'interno del regolamento viene stabilito un principio obbligatorio da rispettare, il DNSH (Do Not Significant Harm), il quale implica che gli investimenti non debbano recare danni significativi all'ambiente. A|Impact rispetta questo principio attraverso l'applicazione di una serie di politiche:

- Il fatto che il fondo abbia come obiettivo quella di generazione di impatti positivi porta ad escludere investimenti in progetti che rechino danni significativi all'ambiente.
- Valutazioni ex-ante delle società che si andranno a sponsorizzare, verificando la disponibilità di adottare politiche di ESG.
- La routine di investimento basata su step ben precisi: applicazione ex-ante di un modello di rating integrato creato da A|Impact, vengono stabiliti dei KPI di impatto differenti per ogni azienda, una metodologia di valutazione in itinere ed ex post degli obiettivi di sostenibilità.

In ogni suo investimento A|Impact sostiene l'obiettivo di raggiungere almeno l'80% dell'indicatore multiplo di impatto, dato dal rapporto tra valore attuale

del KPI e valore target, prima di uscire dall'investimento. Il fondo utilizza un valore interno perché non esiste alcun indice di mercato da utilizzare come punto di riferimento per calcolare le performance.

Strategie di investimento

Le operazioni effettuate da A|Impact sono principalmente a medio/lungo termine attraverso l'acquisizione di strumenti di equity o ibridi. Il 70% delle operazioni riguardano imprese sociali, l'80% sono imprese italiane (quelle extra UE sono escluse), sono tutte imprese innovative in fase di primo o secondo sviluppo. Ogni investimento effettuato dal fondo deve rientrare nella definizione di "investimento sostenibile". A|Impact esclude dai suoi investimenti:

- Imprese che operano in ambiti non sostenibili per definizione, come tabacco, alcolici, pornografia, armi.
- Imprese che non garantiscono il rispetto dei diritti umani all'interno della propria attività.
- Imprese in stato di crisi.

Oltre ad aiuti economico-finanziari A|Impact fornisce un aiuto manageriale per la definizione di metriche di impatto, per l'implementazione di strategie per lo sviluppo di politiche sociali e per la misurazione dell'impatto generato.

Attività di monitoraggio

A|Impact per monitorare i raggiungimenti degli obiettivi segue la "Politica di Valutazione di Impatto" creata internamente. Questa politica si basa su tre pilastri: monitoraggio del raggiungimento dei target previsti, controllo di eventuali attività di DNSH, vigilare su comportamenti di buona governance da parte della partecipata. Per migliorare l'attività di monitoraggio le aziende

devono trasmettere dati, informazioni e misurazioni relative ai KPI e ai PAI.

La valutazione delle performance si basa su tre step:

- 1- Base trimestrale: l'AD verifica le informazioni che vengono riportate basate sulle previsioni di impatto sociale. Qui si possono proporre azioni correttive in caso di criticità.
- 2- Base semestrale: la FUC analizza la solidità della società partecipata, A|Impact controlla secondo quanto previsto nella policy di gestione del rischio.
- 3- Disinvestimento: calcolo del Multiplo Complessivo di Impatto Sociale da parte dell'AB, in caso esso superi l'80% si può procedere con la fase di disinvestimento, come visto in precedenza.

L'obiettivo generale di A|Impact di generare impatti positivi per l'ambiente e per la società si suddivide caso per caso in più piccoli obiettivi di impatto. Questi obiettivi vengono calcolati in base ad alcuni KPI che vengono definiti in fase di trattativa e saranno il target durante tutta la durata della collaborazione. I KPI non sono uguali per tutti gli investimenti, ma ogni settore ha delle peculiarità.

Ad esempio, nel settore dell'agrifood A|Impact ha individuato i seguenti KPI: ettari delle aziende dell'ecosistema, numero di aziende dell'ecosistema, valore della merce scaduta, percentuale negozi che adotta progetti plastic free, prezzo equo riconosciuto agli agricoltori, numero di partecipanti ai tirocini formativi, soggetti fragili inseriti in azienda, emissioni di CO2 evitate, presidio verticale sulla produzione, utenti registrati all'app che abbiano cambiato il proprio stile di vita.

Ogni anno l'area investimenti di A|Impact calcola per ogni KPI di ogni azienda l'indice denominato Multiplo di Impatto che è dato dallo

scostamento tra obiettivo e valore effettivo raggiunto, per calcolare il Multiplo Complessivo di Impatto, ossia il valore di tutti i KPI si effettua una media ponderata tra tutti i Multipli di Impatto.

Ai vari indicatori dei KPI le aziende calcolano anche indicatori PAI (Principal Adverse Impact) per controllare che non vengano emessi impatti sostenibili negativi. Tutti gli indicatori PAI vengono poi aggregati per trovare l'indice "Indicatore Aggregato di Performance ESG".

La principale fonte di dati che arrivano ad A|Impact sono le singole aziende, le quali sono tenute, in base a quanto stabilito in fase di trattative, a fornire i dati richiesti. I dati obbligatori sono: report dei principali eventi della società partecipata che possano avere impatti positivi o negativi a livello reputazionale, bilancio sociale annuale redatto secondo gli schemi proposti dal Decreto del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, e la misurazione di indicatori PAI e KPI.

A|Impact per migliorare l'attività di monitoraggio ed avere un contatto costante con le società partecipate propone tre soluzioni: consigliere designato, osservatore in Consiglio di Amministrazione o membro del Collegio Sindacale. Il contatto diretto viene scelto tra coloro che lavoro nell'Area Partecipazioni di A|Impact, e il suo ruolo prevede attività di controllo generale sull'andamento dell'azienda, supporto alle politiche per il monitoraggio degli indicatori KPI e PAI, e individuare eventuali pericoli che portino ad una situazione di rischio di sostenibilità.

Le attività di monitoraggio terminano quando cominciano le attività di disinvestimento nell'azienda. Il momento in cui si inizia a pensare al disinvestimento è quando l'Indicatore Multiplo di Impatto raggiunge l'80% del valore obiettivo. A|Impact non si può basare su punti di riferimento dati

dal mercato in quanto non è tutt'ora presente nessun indice che permetta il calcolo delle performance degli impact investing.

4.3 Performance e risultati¹¹⁸

I numeri di A|Impact sono importanti per capire la grandezza e lo sviluppo dell'azienda. La società gestisce un capitale di 18,7 milioni di euro, ha 17 società partecipate all'interno del suo portafoglio, un investimento medio di 500 mila euro per un totale di 9,08 milioni, ulteriori 4 milioni di euro pronti ad essere investiti, 450 dossier analizzati nel 2021 e il 100% di investimenti in PMI con forte intenzionalità sociale e/o ambientale.

I nove milioni di euro investiti sono così suddivisi nei vari settori:

- 3,605 milioni nell'ambiente ed economia circolare.
- 3,164 milioni nei servizi alla persona.
- 660 mila nell'inserimento lavorativo.
- 652 mila nell'agrifood.
- 250 mila in educazione e apprendimento.
- 250 mila nella rigenerazione urbana e nell'housing sociale.



Figura 7: Grafico investimenti di A|Impact. Fonte: Il venture capital al servizio dell'impatto sociale, A|Impact Report 2021.

¹¹⁸ A|Impact (2021). Il venture capital al servizio dell'impatto sociale. A|Impact report 2021.

Ambiente ed economia circolare

In questo ambito vengono inserite tutte quelle aziende in grado di offrire prodotti e servizi che favoriscano l'adattamento e la mitigazione del cambiamento climatico, l'efficienza nell'uso delle risorse naturali, la prevenzione nella produzione di rifiuti inquinanti e il riutilizzo di materiali usati.

RIFO



RIFO è un marchio di moda sostenibile che utilizza fibre rigenerate per la produzione di capi di abbigliamento, nasce nel 2018 a Prato.

Gli obiettivi di impatto sono: creare un'alternativa al fast fashion con un modello circolare, riduzione di emissioni di CO2, riduzione del consumo di acqua e materie prime, valorizzazione del distretto tessile di Prato con l'utilizzo di fornitori locali, creare opportunità di impiego per soggetti fragili.

KPI impact:

- Tonnellate di fibre rigenerate utilizzate per la produzione di capi di abbigliamento: raggiunte 12 tonnellate su 84 di obiettivo.
- Percentuale di materiale raccolto in jeans sul totale del materiale consumato: raggiunto il 60% su 100% di obiettivo.
- Numero di opportunità di lavoro create per soggetti fragili: raggiunte 10 su 100 di obiettivo.
- Presenza femminile nel team: raggiunto il 70% su 90% di obiettivo.
- Numero di aziende locali coinvolte nella filiera: raggiunte 18 su 30 di obiettivo.



TEST1 SRL

Test1 s.r.l. è una PMI innovativa che ha brevettato una spugna con effetto idrofobo superiore al 95% che permette il recupero degli idrocarburi sversati, con limitato utilizzo d'acqua. Nasce a Brescia nel 2014.

Gli obiettivi di impatto sono: migliorare l'efficacia dei mezzi utilizzati nella bonifica degli sversamenti, riduzione dei rifiuti liquidi e solidi prodotti, favorire la dotazione della spugna (FF200) alle autorità portuali e costiere, promozione di interventi diretti o meno di bonifica in siti contaminati, promozione di campagne di sensibilizzazione in merito al tema dell'inquinamento dei mari e degli oceani.

KPI impact:

- Assorbimento extra di oli nella bonifica di sversamenti in mare: raggiunti 96,5 kl su 309,2 kl di obiettivo.
- Avvio attività di bonifica in siti contaminati: raggiunte 3 su 5 di obiettivo.
- Riduzione dei rifiuti liquidi e solidi sugli interventi di FF200: raggiunto il 99,5% su 99,5% di obiettivo.
- Contratti con autorità portuali e costiere: raggiunti 5 accordi su 25 di obiettivo.
- Interventi a convegni e pubblicazioni scientifiche: raggiunte 4 su 14 di obiettivo.

RICEHOUSE SOCIETA' BENEFIT SRL



Startup innovativa che attraverso gli scarti del riso produce materiale per l'edilizia. Negli anni ha brevettato e sviluppato una gamma di prodotti in grado di costruire un'intera casa grazie agli scarti del riso. Nasce a Biella nel 2016.

Gli obiettivi di impatto sono: integrazione del reddito dei produttori agricoli, realizzazione di abitazioni a basso impatto ambientale con un ridotto consumo di energia, promozione di architettura responsabile e sensibile, promozione dell'economia circolare attraverso la rimozione totale dei rifiuti e la diminuzione di emissioni di CO2.

KPI impact:

- Emissioni della CO2 evitate grazie al recupero dei sottoprodotti del riso non bruciati: raggiunte 266 tonnellate su 1486 di obiettivo.
- Riduzione del consumo di energia: raggiunte 251 Kwh su 1941 di obiettivo.
- Denaro riconosciuto agli agricoltori per gli scarti del riso: raggiunti 30 mila euro su 90 mila di obiettivo.
- Partecipazioni ad eventi e citazioni in pubblicazioni: raggiunte 460 su 500 di obiettivo.

ECOZEMA SOCIETA' BENEFIT SRL



Ecozema è una società leader nella produzione di prodotti monouso biodegradabili e compostabili, che vengono utilizzati all'interno di mense, ristoranti take-away e consumatori finali. Nasce nel 1969 a Schio (VI).

Obiettivi di impatto: riduzione di emissioni di CO2 per la produzione di bioplastiche, favorire l'adozione di pratiche di audit e CSR anche nei paesi extra-UE, garantire l'utilizzo di materie prime certificate, riduzione del consumo di risorse fossili per la produzione, preferire l'acquisto di prodotti da Paesi UE per ridurre rischi di sfruttamento lavorativo.

KPI impact:

- Emissione di CO2 evitate per la produzione di bioplastiche: ancora in fase di avvio, obiettivo 970 tonnellate.
- Percentuale di materia prima e prodotti da fonte UE: raggiunto l'80% sul 138% di obiettivo.
- Percentuale in peso di prodotti certificati FSC o PEFC: raggiunto il 5% sul 50% di obiettivo.
- Kwh/kg medio su totale di cellulosa venduta: raggiunto 3,5 su 2,5 di obiettivo.
- Percentuale di fornitori extra UE con disponibilità di audit CSR: raggiunto il 67% sul 93% di obiettivo.

ARMADIOVERDE SOCIETA' BENEFIT SRL

greenchic
by armadioverde

La società Armadioverde ha creato il portale greenchic, basato sull'economia circolare, dove gli utenti possono ridare valore a vestiti, borse e scarpe non utilizzate. Nasce a Genova nel 2015.

Obiettivi di impatto: riduzione del consumo di materie prime per i capi di abbigliamento, riduzione delle emissioni di CO2 per la produzione di vestiti, favorire opportunità lavorative per i soggetti fragili, favorire un cambiamento culturale nel settore della moda con la promozione del riuso.

KPI impact:

- Numero di capi riciclati: raggiunte 216 tonnellate su 4000 di obiettivo.
- Tonnellate di materiali riemessi in circolo: raggiunte 83 tonnellate su 1447 di obiettivo.
- Litri di acqua risparmiata: raggiunti 2,4 milioni di litri su 41 milioni di obiettivo.
- Emissioni di CO2 evitate: raggiunte 3,2 tonnellate su 57 di obiettivo.
- Soggetti svantaggiati inseriti in azienda: raggiunti 1 su 6 di obiettivo.

Servizi alla persona

In questo ambito vengono inserite tutte le aziende in grado di offrire prodotti e servizi che rispondano ai cambiamenti dei bisogni sociali, assistenziali, medici e sanitari, diminuendo i tempi di attesa.

HEALTY AGING RESEARCH GROUP SOCIETA' BENEFIT SRL



HEALTHY AGING RESEARCH GROUP

Startup che effettua studi, ricerche e commercializza prodotti alimentari disidratati a texture modificata adatti per persone che di disfagia. Nasce a Brescia nel 2017.

Obiettivi di impatto: soddisfare il bisogno di anziani e persone non autosufficienti che non riescono ad alimentarsi a sufficienza, riduzione di tempi e costi di somministrazione di cibo per le RSA, creazione di alimenti naturali che possano sostituire gli aiuti alimentari farmacologici, offrire agli anziani una miglior qualità di vita.

KPI impact:

- Pazienti disfagici che recuperano un'adeguata massa corporea: raggiunti 247 pazienti su 3523 di obiettivo.
- Pazienti disfagici che migliorano la qualità della vita: raggiunti 323 pazienti su 4336 di obiettivo.
- Pazienti disfagici che migliorano il proprio sistema immunitario: raggiunti 190 pazienti su 2719 di obiettivo.
- Pazienti disfagici che aumentano la presenza di albumina: raggiunti 228 pazienti su 3252 di obiettivo.
- Riduzione dei costi giornalieri delle RSA ogni dieci pazienti: raggiunti 684 euro/gg su 7436 di obiettivo.



EULERIA SOCIETA' BENEFIT SRL

Startup che si occupa di progettare, produrre e distribuire software e dispositivi medici per analizzare il movimento e rendere più semplice, motivante e misurabile la riabilitazione dei pazienti ortopedici e neurologici. Nasce a Trento nel 2020.

Obiettivi di impatto: migliorare l'efficacia della riabilitazione, migliorare la compliance, rendere meno onerosi i percorsi di riabilitazione, dare l'opportunità ai malati di alcune patologie particolari come parkinson o ictus che non hanno la prescrizione fisioterapeutica di svolgere esercizi per il bisogno psico-fisico.

KPI impact:

- Pazienti senza prescrizione che fanno attività fisioterapeutica: raggiunti 16 pazienti su 82 di obiettivo.
- Pazienti che beneficiano di cure fisioterapeutiche a domicilio: raggiunti 80 pazienti su 1100 di obiettivo.
- Pazienti neurologici che migliorano la propria condizione: raggiunto il 67% su 78% di obiettivo.
- Pazienti che beneficiano di risparmio di costi, tempo e impegno: raggiunti 44 pazienti su 234 di obiettivo.
- Pazienti ortopedici che migliorano la propria condizione: raggiunto il 63% su 75% di obiettivo.
- Aderenza alla prescrizione: raggiunto il 76% su 85% di obiettivo.
- Risparmio derivante dall'utilizzo dei software di Euleria rispetto ai trattamenti standard: raggiunti 8550 euro su 8750 di obiettivo.

HUMANA HOME CARE SRL

Startup che offre servizi di assistenza domiciliare integrata. Sta sviluppando un software di telemedicina e servizi collegati per le cure domiciliari a servizio degli ospedali, con focus sulla Lombardia. Nasce a Milano nel 2021.

Obiettivi di impatto: soddisfare la domanda di cure sanitarie con servizi out of pocket accessibili economicamente, soddisfare i vari bisogni di cura e assistenza dei clienti, alleggerimento del tasso di ospedalizzazione fornendo cure alternative direttamente a casa del paziente, offrire ai pazienti una migliore qualità della vita.

KPI impact:

- Costi di degenza ospedaliera evitati per le strutture accreditate: raggiunti 600 mila euro su 3751 mila di obiettivo.

- Pazienti che si dichiarano soddisfatti del servizio: raggiunto l'80% su 92% di obiettivo.
- Pazienti che si dichiarano soddisfatti dei tempi di erogazione del servizio: raggiunto il 75% su 90% di obiettivo.
- Percentuale di maggiorazione del costo orario di un infermiere rispetto al CCNL di riferimento: raggiunto il 4% su 7% di obiettivo.
- Budget destinato a garantire l'accesso ai servizi a persone meno abbienti: raggiunto l'1% su 4% di obiettivo.

GENOME UP SRL



Startup che ha sviluppato JuliaOmix, un'intelligenza artificiale in grado di fornire in tempi ristretti a ospedali e centri di ricerca la refertazione di analisi genetiche. Nasce a Roma nel 2017.

Obiettivi di impatto: riduzione dei tempi per un referto genetico, rendere più efficienti i sistemi di analisi, contribuire all'identificazione di mutazioni genetiche, riduzione dei costi di presa in carico del paziente, aumentare la consapevolezza e la conoscenza su malattie genetiche rare.

KPI impact:

- Riduzione dei tempi di refertazione per malattie geneticamente rare: raggiunto il 5% su 15% di obiettivo.
- Numero di pubblicazioni scientifiche su malattie rare che citino l'azienda: raggiunte 2 pubblicazioni su 6 di obiettivo.
- Numero di pubblicazioni scientifiche che citino l'impegno dell'azienda: raggiunte 6 pubblicazioni su 15 di obiettivo.

- Percentuale di miglioramento dell'efficienza dei processi di analisi: raggiunto il 5% su 15% di obiettivo.
- Riduzione di costi di presa in carico dei pazienti: raggiunto il 5% su 15% di obiettivo.



AREA MEDICAL 24 SOCIETA' BENEFIT SRL

Società che offre servizi di assistenza sanitaria, prevenzione e cure a domicilio a 360 gradi. Nasce a Torino nel 2016.

Obiettivi di impatto: migliorare il benessere psicofisico dei pazienti, favorire una network di medici e psicologi su tutta la rete nazionale, garantire ampia accessibilità ai soggetti meno fortunati ai servizi domiciliari, contribuire a diffondere la cultura della prevenzione.

KPI impact:

- Pazienti che beneficiano di cure e assistenza domiciliare: raggiunte 840 persone su 1180 di obiettivo.
- Numero pacchetti di prevenzione su totale di prestazioni mediche: raggiunto il 1,85% su 33% di obiettivo.
- SLA per le visite mediche a pazienti ed assicurazioni rispettate: raggiunto il 100% su 85% di obiettivo.
- Numero di videoconsulti gratuiti sul totale di videoconsulti: raggiunto il 100% su 100% di obiettivo.
- Numero di soluzioni su numero di casi raccolti dalla comunità di ascolto: raggiunto il 100% su 40% di obiettivo.

Inserimento lavorativo

In questo ambito vengono inserite le aziende in grado di aiutare soggetti fragili, migranti, persone svantaggiate, ad essere inseriti nel mondo del lavoro in modo tale da renderli più inclusi all'interno della società. Si basa sia sulla formazione che sull'inserimento lavorativo.

MYGRANTS SOCIETA' BENEFIT SRL

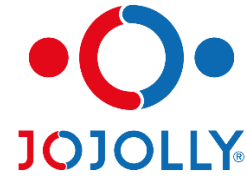


Startup innovativa che fornisce una piattaforma digitale multiservizio che garantisce ai migranti e richiedenti asilo informazioni riguardanti i loro diritti, percorsi di formazione professionale e supporto. Nasce a Bologna nel 2017.

Obiettivi di impatto: favorire l'inserimento lavorativo di persone provenienti dal terzo mondo, rafforzare le competenze degli insegnanti di Mygrants, supportare il conseguimento dell'autonomia economica da parte dei richiedenti asilo, aumentare la consapevolezza degli insegnanti di Mygrants su diritti e doveri dei richiedenti asilo.

KPI Impact:

- Inserimenti lavorativi da parte di migranti: raggiunti 1092 inserimenti su 15625 di obiettivo.
- Utenti di Mygrants che hanno migliorato la consapevolezza: raggiunto il 94% su 98% di obiettivo.
- Utenti di Mygrants che hanno migliorato le proprie competenze: raggiunto il 92% su 85% di obiettivo.
- Contratti a tempo determinato che vengono trasformati in contratti a tempo indeterminato: raggiunto l'87,7% su 96% di obiettivo.



JOJOLLY SOCIETA' BENEFIT SRL

Agenzia per il Lavoro che agevola l'incontro tra domanda e offerta nel mondo della ristorazione garantendo alle imprese prestazioni occasionali, e ai lavoratori coperture assicurative, adempimenti fiscali e pagamento. Nasce a Rozzano (MI) nel 2018.

Obiettivi di impatto: promuovere l'inserimento lavorativo stabile da parte di soggetti fragili, garantire ai lavoratori del settore un salario minimo, formazione dei lavoratori per migliorare le prestazioni, far emergere e superare il lavoro in nero e sottrarre lavoratori dal caporalato.

KPI impact:

- Numero di lavoratori assunti stabilmente: raggiunti 480 lavoratori su 2100 di obiettivo.
- Lavoratori nel mondo della ristorazione che dichiarano un salario minimo più alto e in tempi certi: raggiunto l'81% su 84% di obiettivo.
- Lavoratori che dichiarano di non essere più costretti ad accettare lavori in nero: raggiunto il 29% su 34% di obiettivo.
- Lavoratori che dichiarano di non rivolgersi più a caporali: raggiunto il 33% su 39% di obiettivo.
- Lavoratori formati per migliorare le loro competenze: ancora in fase di avvio, obiettivo 1200 lavoratori formati.

Agrifood

In questo ambito vengono inserite le aziende operanti nel settore alimentare che riescano a portare una certa attenzione alla cura della biodiversità, alla

mitigazione di rischi idro-geologici, alla tutela del territorio, al consumo responsabile di alimenti sani, al riutilizzo dei terreni incolti e alla valorizzazione di giacimenti eno-gastronomici.



BIO INIZIATIVE SRL

Società che opera nel settore dell'alimentare biologico proprietaria del marchio Naturasi. L'azienda opera con stabili partnership attraverso tutta la filiera della catena produttiva organizzando il lavoro per le aziende fornitrici. Nasce a Conegliano (TV) oltre 30 anni fa.

Obiettivi di impatto: aumento del numero di aziende agricole dell'ecosistema, riduzione di sprechi alimentari, riduzione dell'uso di imballaggi di plastica, aumentare il numero di ettari dell'ecosistema che operano con colture biologiche o biodinamiche, pagare equamente gli agricoltori della filiera.

KPI impact:

- Numero di ettari appartenenti all'ecosistema: raggiunti 7000 ettari su 9000 di obiettivo.
- Numero di aziende agricole dell'ecosistema: raggiunte 300 aziende su 350 di obiettivo.
- Volume di merce in euro non più utilizzabile per scadenza: raggiunti 318,9 mila euro su 200 mila euro di obiettivo.
- Percentuale di negozi che aderiscono al progetto plastic free: raggiunto il 38% di negozi su 48% di obiettivo.

- Prezzo giusto riconosciuto agli agricoltori rispetto al valore di mercato dato dalla Borsa di Bologna: raggiunto il 25,6% su 10% di obiettivo.



BIOMADRE SOCIETA' BENEFIT SRL

Società che produce panificati in maniera artigianale o per la ristorazione. Impegnata nell'uso di materiali biologici e impiega soggetti svantaggiati, soprattutto ex detenuti. Nasce nel 2015 a Como.

Obiettivi di impatto: riduzione del consumo di carne bovina all'interno degli hamburger, favorire l'inserimento di soggetti fragili nella società, tutela della biodiversità, rendersi promotori di un cambiamento culturale all'interno della ristorazione, offrire tirocini formativi a giovani esclusi dal mondo del lavoro.

KPI impact:

- Emissioni di CO2 evitate grazie al mancato uso di carne bovina negli hamburger: progetto in fase di avvio, obiettivo 321.
- Soggetti esclusi dal mercato del lavoro che partecipano a tirocini formativi: raggiunto 1 soggetto su 15 di obiettivo.
- Soggetti fragili inseriti all'interno dell'azienda: raggiunto 1 soggetto su 15 di obiettivo.
- Biodiversità e presidio verticale della produzione: progetto in fase di avvio, obiettivo 60%.
- Numero di utenti registrati all'applicazione che abbiano variato il loro stile di vita: progetto in fase di avvio, obiettivo 500 persone.

Turismo responsabile

In questo ambito vengono inserite le aziende che si impegnano per la valorizzazione patrimoniale, culturale e paesaggistica del territorio italiano, favorendo la collaborazione tra piccole imprese dei territori, riportando in luce tradizioni della cultura locale.



WONDERFUL ITALY SRL

Startup innovativa che offre servizi di ospitalità ed esperienze per rendere accessibili e attrattive destinazioni turistiche non convenzionali, con il supporto alle attività locali nella filiera. Nasce a Milano nel 2017.

Obiettivi di impatto: valorizzazione di immobili sottoutilizzati garantendo un reddito integrativo ai comuni a basso reddito, aggregazione dell'offerta divisa tra esperienze e servizi turistici, favorire la professionalizzazione degli operatori locali, favorire inserimento lavorativo e imprenditorialità femminile, favorire lo sviluppo di aree urbane periferiche.

KPI impact:

- Presenza di microimprese tra i fornitori: raggiunto il 76,5% di microimprese su 50% di obiettivo.
- Città servite con un reddito pro capite inferiore alla media nazionale: raggiunto il 70% di città su 50% di obiettivo.
- Inserimento lavorativo per donne disagiate: raggiunte 2 donne su 5 di obiettivo.
- Progetti di rigenerazione di aree urbane periferiche: raggiunti 2 progetti su 8 di obiettivo.

- Permanenza media degli ospiti rispetto alla media nella destinazione: raggiunto il 94% di permanenza su 30% di obiettivo.
- Operatori locali formati con una professionalizzazione: raggiunti 120 operatori su 270 di obiettivo.
- Percentuale di donne dipendenti all'interno del gruppo: raggiunto il 70% su 50% di obiettivo.

Educazione e apprendimento

In questo ambito vengono inserite quelle aziende in grado di offrire anche ai soggetti meno fortunati dei servizi complementari a quella che è l'istruzione classica, attraverso metodi e strumenti innovativi e con l'aiuto di personale qualificato.



CASA DELLO STUDENTE SOCIETA' BENEFIT SRL

Start up innovativa che si occupa di offrire un servizio integrato di supporto scolastico nelle ore pomeridiane prestato nei centri "doposcuola" in particolare nel Nord Italia. Nasce a Brescia nel 2019.

Obiettivi di impatto: supporto specialistico a persone affetta da DSA/BES, professionalizzare e regolarizzare il servizio delle ripetizioni, offrire supporto allo studente a 360° anche a livello psicologico a prezzi accessibili, offrire un supporto alle famiglie degli studenti.

KPI impact:

- Ragazzi per cui si denota un miglioramento del rendimento scolastico: raggiunto il 77% di ragazzi su 60% di obiettivo.

- Ragazzi per cui si denota un miglioramento sulla motivazione e sull'impegno scolastico: raggiunto l'82% di ragazzi su 80% di obiettivo.
- Genitori che denotano un miglioramento sul clima familiare: raggiunto l'85% dei genitori su 80% di obiettivo.
- Fatturato totale delle ripetizioni effettuate da studenti universitari nel doposcuola: raggiunti 536 mila euro su 2751 mila euro di obiettivo.
- Ragazzi con DSA/BES supportati in cui si denota un miglioramento scolastico: raggiunto il 77% di ragazzi su 60% di obiettivo.

Rigenerazione urbana e social housing

In questo ambito vengono inserite le aziende che sono in grado di offrire servizi per l'abitare e il ripensamento dell'urbanizzazione, cercando di includere anche i soggetti meno fortunati e agevolare il vivere degli studenti fuorisede.



HOMA SCPA

Cooperativa che sviluppa servizi innovativi facendo incontrare la domanda degli studenti fuorisede e l'offerta dei proprietari di case. Agli studenti vengono garantiti alloggi di qualità a prezzi sopportabili e ai proprietari viene garantita un sano e corretto utilizzo degli appartamenti. Nasce a Lecce nel 2013.

Obiettivi di impatto: favorire la crescita e lo sviluppo lavorativo di nuovi soci lavoratori, avviare percorsi di mutualità tra inquilini per supportare i ragazzi fuori sede, creare servizi di supporto psico-fisico attraverso altre cooperative

sociali, favorire una partecipazione attiva e un coinvolgimento reciproco tra proprietari e studenti, potenziare l'attività di social housing.

KPI impact:

- Numero di soci lavoratori: raggiunti 14 soci su 31 di obiettivo.
- Numero di percorsi di mutualità gestiti dagli inquilini stabili: percorso in fase di avvio, obiettivo 125 percorsi.
- Numero di proprietari e studenti che diventano soci della cooperativa: raggiunte 500 persone su 3133 di obiettivo.
- Numero di convenzioni attivate con altre cooperative: raggiunte 4 convenzioni su 12 di obiettivo.

Bilancio

Grazie alla collaborazione con Sara Pero, Responsabile dell'Area Finance Operations, possiamo fare una piccola analisi di quelli che sono gli ultimi due bilanci disponibili (2020 e 2021) di Avanzi Etica SICAF EuVECA S.p.A.

Il 2020 rappresenta il primo anno completo in cui l'azienda opera a pieno come un'azienda etica focalizzandosi esclusivamente sugli impact investing. Come la maggior parte dei settori, anche quello degli impact investing ha risentito del shock causato dalla pandemia Covid-19 che ha comportato una decrescita economica. Queste problematiche hanno portato ad una perdita d'esercizio di 767.942€.

Anche il 2021 è stato caratterizzato dal proseguire della pandemia che non ha di certo aiutato la situazione economico-finanziaria mondiale, in aggiunta nel finale dell'anno la crisi geopolitica tra Russia e Ucraina, sfociata con l'invasione russa a inizio 2022, ha portato ulteriori scetticismi e rallentamenti

nei mercati finanziari. La perdita d'esercizio nel 2021 è aumentata raggiungendo 1.212.959€.

	2021		2020	
A. STRUMENTI FINANZIARI		(481.027)		0
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI		(481.027)		0
A1.3 plus/minusvalenze	(481.027)		0	
Risultato gestione strumenti finanziari		(481.027)		0
C. CREDITI				
C1. Interessi attivi e proventi assimilati	0		3.616	
Risultato gestione crediti		0		3.616
Risultato lordo della gestione caratteristica		(481.027)		3.616
H. ONERI FINANZIARI		(2.796)		(1.850)
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI	(2.796)		(1.850)	
Risultato netto della gestione caratteristica		(483.823)		1.766
I. ONERI DI GESTIONE		(700.638)		(802.902)
I1. Provvigione di gestione				
I2. Costo per il calcolo del valore dell'azione	(11.434)		(12.795)	
I3. Commissioni depositario	(22.570)		(19.529)	
I6. Spese per consulenza e pubblicità	(110.664)		(214.222)	
I7. Spese per il personale				
I7.1 Salari e stipendi	(199.812)		(201.948)	
I7.2 Oneri sociali	(16.077)		(28.008)	
I7.3 Trattamento di fine rapporto	(3.460)		(2.548)	
I8. Compensi ad amministratori e sindaci	(188.711)		(217.564)	
I9. Costi per servizi ed elaborazioni dati	(15.617)		(15.651)	
I12. Altri oneri di gestione	(132.293)		(90.637)	
Risultato operativo		(1.184.461)		(801.136)
L. RETTIFICHE DI VALORE SU IMMOBILIZZAZIONI		(66.743)		(36.973)
MATERIALI E IMMATERIALI.	(66.743)		(36.973)	
M. ACCANTONAMENTI PER RISCHI ED ONERI				
N. ALTRI RICAVI ED ONERI		38.245		70.167
N1. Interessi attivi su disponibilità liquide				
N2. Altri ricavi	38.245		70.167	
Risultato della gestione prima delle imposte		(1.212.959)		(767.942)
Utile/perdita dell'esercizio		(1.212.959)		(767.942)
- Azioni categoria A				
- Azioni categoria B				
- Azioni categoria D		(1.212.959)		(767.942)

Figura 8: Cont Economici anni 2020 e 2021 di Avanzi Etica SICAF EuVECA S.p.A. Fonte: A|Impact

Come possiamo notare all'interno del Conto Economico della società i ricavi dipendono quasi unicamente dalle plusvalenze generate dalle vendite di quote delle società partecipate; quindi, è normale per aziende come queste non generare degli utili, soprattutto nei primi anni di attività. La minusvalenza riscontrata nel 2021 è dovuta alla svalutazione del 50% della partecipazione di Armadio Verde SRL, conseguente alla situazione economico finanziaria della società, che non consentiva alla chiusura del bilancio di escludere un'ipotesi di riduzione durevole di valore. In entrambi i casi la società, con l'approvazione del Collegio Sindacale, ha deciso di portare la perdita d'esercizio a nuovo.

Per il resto i valori del Conto Economico non si discostano significativamente rispetto all'anno precedente.

ATTIVITÀ	Situazione al 31/12/2021		Situazione al 31/12/2020	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati	4.759.080	82,34	2.525.032	78,42
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo	4.759.080	82,34	2.525.032	78,42
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	824.897	14,27	560.169	17,40
F1. Liquidità disponibile	824.897	14,27	560.169	17,40
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-			
G. ALTRE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	10.025	0,17	12.868	0,40
H. IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	169.680	2,94	87.180	2,71
I. ALTRE ATTIVITÀ	15.863	0,27	34.585	1,07
I1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
I2. Ratei e risconti attivi	1.735	0,03	7.354	0,23
I3. Risparmio di imposta				
I4. Altre	14.128	0,24	27.231	0,85
TOTALE ATTIVITÀ	5.779.545	100,00	3.219.834	100,00

Figura 9: Attivo dello Stato Patrimoniale anni 2020 e 2021 di Avanzi Etica SICAF EuVECA S.p.A. Fonte: A/Impact

Il valore delle attività dello Stato Patrimoniale è quasi raddoppiato durante il 2021, grazie a nuove partecipazioni che hanno portato da sette a dodici il numero delle operazioni in società esterne. In aggiunta la liquidità disponibile ha superato gli 800 mila euro, che con ogni probabilità verranno investiti in nuove partecipazioni. Il valore degli strumenti finanziari non quotati passa da 2.525.032€ a 4.759.080€, quindi sono stati investiti oltre 2 milioni di euro in nuove partecipazioni. Le restanti voci non subiscono variazioni così ampie da essere prese in considerazione nell'analisi.

PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO	Situazione al 31/12/2021	Situazione al 31/12/2020
	Valore complessivo	Valore complessivo
O. TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	2.354	2.548
P. ALTRE PASSIVITÀ	123.055	284.463
P1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati		
P2. Debiti di imposta		
P3. Ratei e risconti passivi	436	947
P4. Altre	122.619	283.516
TOTALE PASSIVITÀ	125.409	287.011
Capitale sociale:	109.370	107.700
- Azioni categoria A	4.685	3.850
- Azioni categoria B	100.000	100.000
- Azioni categoria D	4.685	3.850
Sovrapprezzi di emissione		
Riserve : a) di utili		
b) altre	6.757.725	3.593.065
Strumenti finanziari partecipativi		
Azioni Proprie (-)		
Utile (perdita) d'esercizio	(1.212.959)	(767.942)
TOTALE PATRIMONIO NETTO	5.654.136	2.932.823
TOTALE PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO	5.779.545	3.219.834
Numero delle azioni in circolazione	109.370	107.700
- Azioni categoria A	4.685	3.850
- Azioni categoria B	100.000	100.000
- Azioni categoria D	4.685	3.850
Numero degli strumenti finanziari partecipativi	-	
Valore unitario delle azioni		
- Azioni categoria A	1,346	1,351
- Azioni categoria B	1,346	1,351
- Azioni categoria D	1.176,793	725,332
Valore degli strumenti finanziari partecipativi	-	
Controvalore complessivo degli importi da richiamare	10.943.895	11.538.167
- Azioni categoria A	-	
- Azioni categoria B	-	
- Azioni categoria D	10.943.895	11.538.167
Valore unitario delle azioni da richiamare	2.335,943	2.996,926
- Azioni categoria A	-	
- Azioni categoria B	-	
- Azioni categoria D	2.335,943	2.996,926

Figura 10: Passività e Patrimonio Netto anni 2021 e 2020 di Avanzi Etica SICAF EuVECA S.p.A. Fonte: A/Impact

Nel Patrimonio Netto varia sensibilmente la voce Altre riserve che passa da 2.932.823€ a 5.654.136€, dato dovuto principalmente dalla perdita del 2020 portata a nuovo. È quello il dato significativo della cosiddetta parte destra dello Stato Patrimoniale. La sezione delle passività, nonostante dimezzi nel 2021, non è rilevante ai fini dell'analisi in quanto il suo valore è irrisorio.

Conclusioni

Al termine del viaggio nel mondo degli impact investing possiamo affermare di aver esaminato una realtà tanto complessa quanto in grande evoluzione che potrebbe caratterizzare il mondo della finanza sostenibile per i prossimi anni. La ricerca accademica deve essere il faro per poter risolvere tutti quegli ostacoli e quelle barriere che in questo momento stanno bloccando lo sviluppo degli impact investing nel mondo. La mancanza di una definizione chiara e uguale per tutti deve essere superata, mettendo fine a dispute che non portano altro se non confusione a quei possibili stakeholder che restano distanti da questo mondo per mancanza di chiarezza. Il problema definitorio, che potrebbe sembrare una piccolezza, nella realtà dei fatti spaventa i mercati e non permette quello sviluppo esponenziale che questo fenomeno sarebbe in grado di garantire. In questo periodo storico in cui la parola sostenibilità è un punto cardine per tutto il mondo, gli impact investing non possono essere un fenomeno così poco sviluppato, ma anzi devono porsi l'obiettivo di diventare, in un futuro non troppo lontano, lo strumento più utilizzato a livello di finanza sostenibile.

Per quanto sia un fenomeno nato e sviluppatosi principalmente nei paesi di origine anglosassone, l'Italia può e deve fare dei passi avanti. In un momento storico in cui lo Stato è sempre meno in grado di garantire servizi primari come la sanità, l'housing o un'educazione scolastica di prima qualità, l'impact investing deve essere quel tramite tra privati e Stato che possa permettere alla nazione di garantire a tutti questi servizi.

Bibliografia

A|Impact (2021). Il venture capital al servizio dell'impatto sociale. A|Impact report 2021.

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

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

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

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

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

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

AICCON e FIT4SE (Aprile 2017). FIT4SE – Financial Tools for Social Enterprises. Con il contributo del programma EaSI-Employment and Social Innovation Programme dell'Unione Europea

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

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

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

Bandini, Federica; Pallara, Francesca (2021) Impact Investing: Il quadro italiano. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali -Yunus Social Business Center (YSBC)

Banca d'Italia (2021). "Rapporto sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici"

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

Bezze M., Geron D. (2016). Il modello di Welfare generativo. Studi Zancan.

Bhatt, P., Ahmad, A. J. (2017). Financial social innovation to engage the economically marginalized: Insights from an Indian case study. Entrepreneurship & Regional Development

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

Borzaga C. (2020). Social enterprises and their ecosystems in Europe. Country Report: Italy

Bose S., Dong G., Simpson A. (2019). The Financial Ecosystem. The Role of Finance in Achieving Sustainability. Palgrave Macmillan. Palgrave Studies in Impact Finance

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

Brest P., Born K. (2013). When can impact investing create real impact? Unpacking the Impact in Impact Investing. Stanford Social Innovation Review

Bridges Venture (2016). Better outcomes, better value: The evolution of social impact bonds in the UK.

Bugg A., Emerson J., Emerson L. (2011). Impact investing: Transforming How We Make Money while Making a difference. Innovations, volume 6, number 3.

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.

Chiappini H. (2017). Social Impact Funds. Definition, Assessment and Performance. Palgrave Macmillan. Palgrave Studies in Impact Finance

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

Chowdhry B., Davies S.W., Waters B. (2016). Incentivizing Impact Investing

Christensen C.M., Baumann H., Ruggles R., Sadtler T. M. (2006). Disruptive Innovation for Social Change. Harvard Business Review

Clark C., Emerson J., Thornley B. (2012). The need for evidence and engagement. San Francisco, CA/Durham, NC/ Bethesda, MD: Insight at Pacific Community Ventures/Duke University Fuqua School of Business/Impact Assets.

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

Corvo L. Pastore L. The challenge of Social Impact Bond: the state of the art of the Italian context.

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

Del Giudice A. (2015). I social impact bond. Milano: Franco Angeli

Deering J. (2014). A future for probation? The Howard Journal of Criminal Justice

Dichter S. (2013). Response to “When can impact investing create real impact?”. Stanford Social Innovation Review

EUROSIF (2014). Impact investing in Europe. Extract From European SRI Study 2014

EUROSIF (2018). European SRI Study. Brussels

EVPA (2014). Learning from failures in venture philanthropy and social investments.

EVPA (2017). Financing for Social Impact. The key role of tailored financing

EVPA (2018). A practical guide to venture philanthropy and social impact investment

EVPA (2018). Impact strategies: How investors drive social impact

EVPA (2019). Investing for impact .EVPA Impact strategy

Fitzgerald J. L. (2013). Social impact bonds and their application to preventive health. Australian Health Review

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Jacobs M., Mazzucato M. (2016). Rethinking capitalism: Economics and policy for sustainable and inclusive growth. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons

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

JOHN R. (2006). *Venture Philanthropy: the evolution of high engagement philanthropy in Europe*. Oxford, Skoll Centre for Social Entrepreneurship.

Jones J. (2019). *The Demand Side of Impact Investing: Elevating the Perspectives of Local Entrepreneurs in the Impact Sector*. Oxfam Research Backgrounder series

J.P. Morgan (2012). *Impact investing: An Emerging Asset Class*

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.

La Torre M., Trotta A., Chiappini H., Rizzello A. (2019). *Business Models for Sustainable Finance: The Case Study of Social Impact Bonds*. Sustainability.

Laing N., Long C., Marcandalli A., Matthews J., Grahovac A., Featherby J. (2012). *The U.K. Social Investment Market: The Current Landscape and a Framework for Investor Decision Making*. Cambridge Associates Limited

Lehner O., Brandstetter L. (2016). *Opening the Market for Impact Investments: The Need for Adapted Portfolio Tools*. *Entrepreneurship Research Journal*

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

Liern V., Pérez-Gladish B. (2018). Fuzzy degree of geographic appropriateness for social impact investing. In *Soft computing for sustainability science*. Springer.

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

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

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

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

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

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

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

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.

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

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

Nicholls J., Lawlor E., Neitzert E. e Goodspeed T. (2012), Guida al Ritorno Sociale

sull’Investimento, The SROI Network.

O’Donohoe N., Leijonhufvud C., Saltuk Y. (2010), Impact Investments: An emerging

asset class, J.P. Morgan, The Rockefeller Foundation, Global Impact Investing

Network.

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

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

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

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

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

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

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

Pytkowska J. (2022), *Microfinance in Europe: Survey Report 2022 edition*, European Microfinance Network.

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

Roundy P., Holzhauser H., Dai Y. (2017). Finance or philanthropy? Exploring the motivations and criteria of impact investors. *Social Responsibility Journal*

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.

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

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

Social Finance UK (2016). *Social impact bonds: The early years*

Social Impact Investment Task Force (2010). Social Investment ten years on. Final report of the social investment task force. London.

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

Shulman J. M., George B. (2012). Growing jobs and getting returns: Impact investing through entrepreneurs. Journal of Global Business Management.

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

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

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

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

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

The GIIN(2015). Introducing the Impact Investing Benchmark

The GIIN (2018). Annual Impact Investor Survey

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

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

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

The GIIN (2020). Annual Impact Investor Survey

The GIIN (2019). Annual Impact Investor Survey

UBI Banca (2017). Osservatorio UBI Banca su Finanza e Terzo Settore – VI ed. Indagine sui fabbisogni finanziari. Cooperazione sociale e associazionismo

Venture Capital Monitor (2018). Rapporto Italia 2018, by AIFI, LIUC Business School, Intesa Sanpaolo Innovation Center

Venturi P., Zandonai F. (2012). Rapporto Iris Network. L'impresa sociale in Italia. Pluralità dei modelli e contributo alla ripresa. Milano: Altreconomia Edizioni

Weber O. (2016). Impact Investing, in Routledge Handbook on Social and Sustainable Finance. Routledge.

WGMA (2014). Profit with purpose. Working Group on Mission Alignment. Social Impact Investment Taskforce UK

Wilson K. (2014). New Investment Approaches for Addressing Social and Economic Challenges. OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 15, OECD Publishing.

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

World Economic Forum (2013). From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors.

World Economic Forum (2013). Charting the Course: How Mainstream Investors can Design Visionary and Pragmatic Impact Investing Strategies

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

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

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

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.

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

Sitografia

<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>

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

<https://bigsocietycapital.com>

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

<https://www.consorziopan.it>

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

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

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

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

[https://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/current/dc-waterenvironmental-](https://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/current/dc-waterenvironmental-impact-bond-fact-sheet.pdf)

[impact-bond-fact-sheet.pdf](https://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/current/dc-waterenvironmental-impact-bond-fact-sheet.pdf)

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

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

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

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

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

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

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

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

<https://finanzasostenibile.it/>

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

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

https://www.ubibanca.com/Osservatorio_UBI

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

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

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

<https://aimpact.org/>

