

**Alfonso Del Giudice**

**I SOCIAL IMPACT BOND**

**FrancoAngeli**



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

**Alfonso Del Giudice**  
**I SOCIAL IMPACT BOND**

**FrancoAngeli**

Copyright © 2015 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

# INDICE

<b>Presentazione</b>	pag.	7
<b>Introduzione</b>	»	11
<b>1. La finanza d’impatto: misurazione del rischio-rendimento misto</b>	»	15
1.1. Introduzione	»	15
1.2. La finanza sociale e l’ <i>impact investing</i>	»	19
1.3. Il mercato dell’ <i>impact investing</i> e il ruolo degli intermediari, degli investitori e della pubblica amministrazione	»	23
1.4. Gli strumenti finanziari	»	26
1.5. Misure di impatto e rischiosità dei progetti (cenni)	»	29
1.6. La <i>portfolio theory</i> e la finanza d’impatto	»	32
1.6.1. Il modello di Black e Litterman e una sua possibile applicazione all’ <i>impact investing</i>	»	35
1.6.2. <i>Venture capital</i> e <i>impact investing</i>	»	38
1.7. Conclusioni	»	40
<b>2. Social impact bond: definizioni, schema e applicazioni</b>	»	43
2.1. Introduzione	»	43
2.2. Lo schema del SIB	»	45
2.3. Aspetti critici e potenzialità del SIB	»	49
2.4. La ripartizione del rischio	»	51
2.5. La misurazione del risultato	»	53
2.6. SIB attivi e in progettazione	»	55
2.7. Il SIB nel contesto italiano	»	59

2.7.1. Aspetti normativi e ruolo della pubblica amministrazione	pag.	60
2.7.2. La finanza privata nel terzo settore italiano (cenni)	»	64
2.7.3. Conclusioni	»	65
<b>3. SIB, <i>agency theory</i> e relazioni contrattuali complesse</b>	»	67
3.1. Introduzione: SIB e informazione asimmetrica	»	67
3.2. Il modello <i>fixed investment</i>	»	76
3.2.1. La compartecipazione al risultato del progetto	»	77
3.2.2. L'ammontare minimo dell'investimento iniziale	»	78
3.2.3. Il <i>reputational capital</i>	»	82
3.2.4. Conclusioni	»	83
3.3. SIB come modello <i>fixed investment</i>	»	84
3.3.1. Il modello generale	»	84
3.3.2. Il SIB di Rykers Island (USA): la necessità di garanzie	»	89
3.3.3. Il SIB di Peterborough (USA): la chiusura anticipata	»	92
3.4. SIB come modello <i>principal-agent</i> complesso	»	97
3.4.1. La pubblica amministrazione e il monitoraggio	»	99
3.4.2. Collusione INT/OS e la qualità del servizio	»	100
3.4.3. Collusione INT/OS e la selezione avversa dei progetti	»	100
3.5. Conclusioni	»	101
<b>4. Il SIB come <i>waiting option</i></b>	»	104
4.1. Introduzione	»	104
4.2. Le ipotesi del modello	»	112
4.3. La valutazione dell'opzione composta con volatilità non costante	»	114
4.4. Un esempio numerico con $k = 0,8$	»	117
4.5. Un esempio numerico con $k = 1$	»	121
4.6. Conclusioni	»	121
<b>Conclusionione</b>	»	124
<b>Bibliografia</b>	»	127

## PRESENTAZIONE

I temi etici hanno trovato ampio spazio nel dibattito economico a partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008, che ha incrinato la fiducia nella capacità dei mercati di autoregolarsi in maniera efficiente. Tale presupposto, infatti, avrebbe dovuto garantire una corretta ed efficiente allocazione degli investimenti, lasciando così gli aspetti dell'etica ai margini della discussione. Gli eventi che hanno condotto alla crisi finanziaria hanno, invece, riportato alla centralità il tema della finanza come servizio alla persona. Di colpo, dunque, una letteratura marginale, limitata in un perimetro di studi ben definito e prevalentemente d'ispirazione cattolica, è divenuta fiorente e popolata di pubblicazioni di numero significativo e che hanno avuto un notevole riscontro di pubblico.

La finanza sociale, figlia di queste riflessioni, fa parte di questo tentativo, anzi per certi versi ne rappresenta lo spunto più importante e diretto, di mettere la finanza al servizio della persona; nel paradigma della finanza sociale si assiste alla connessione diretta tra la domanda di capitale degli operatori che producono un bene comune, ovvero che incorpora un valore per la comunità, e l'offerta di investimenti, tipicamente garantita dal sistema bancario e dagli investitori istituzionali. Come tuttavia fa notare Alfonso Del Giudice, il metodo acritico sulla base del quale si accettava "prima della crisi" come un dato il presupposto dell'efficienza dei mercati, è un difetto che, in un certo senso, e sia pur sotto mutata veste, l'onda degli studi sull'etica della finanza non si è del tutto scrollato di dosso. Si vuole cioè far notare che, nell'ampia, e non sempre inquadrabile in uno schema ordinato, letteratura sui temi dell'etica e della finanza sociale, l'innovazione finanziaria, se applicata al sociale, sembra essere spesso considerata di per se stessa buona, e sufficiente a garantire l'allocazione corretta ed efficiente delle risorse economiche. L'eccesso di fiducia, dunque, sembra essersi spostato

dall'efficienza allocativa della finanza tradizionale a quella della finanza sociale. Il rischio è che, se tale attitudine analitica viene trasferita alla prassi, qualsiasi prodotto finanziario etichettato come “sociale” – aggettivo sulla cui definizione, tra l'altro, non c'è accordo unanime – giunga ad essere accolto con favore, senza tenere conto della necessità, che comunque sussisterebbe, di procedere a una rigorosa valutazione delle iniziative e dei progetti finanziati.

Questo libro si colloca, invece, all'interno di quella letteratura che ha da sempre considerato necessario considerare la dimensione etica nella concreta valutazione delle scelte finanziarie, ma non per questo rinuncia ad avvalersi della modellistica e dell'esperienza della finanza tradizionale per verificare la correttezza e la solidità delle proposte economiche avanzate in ambito della finanza sociale. La terminologia, la logica e l'impostazione data da Del Giudice nell'analisi di una di queste innovazioni finanziarie servono ad un duplice scopo: da una parte, forniscono a *practitioner* e studiosi degli elementi di valutazione sugli aspetti critici che ostacolano il pieno sviluppo di questo settore d'investimenti; dall'altro, traducono l'innovazione sociale in linguaggio finanziario, indispensabile per chi intende rivolgersi a investitori e mercati finanziari.

Del Giudice analizza il prodotto finanziario più innovativo e dibattuto, il *social impact bond (SIB)*. L'intuizione alla base di questa tecnica di finanziamento è sicuramente meritevole, in quanto collega le esigenze di finanziamento di alcuni operatori economici, le cooperative e le imprese sociali, con quelle d'investimento di alcuni operatori finanziari interessati al settore, per motivi etici ed economici. Le cooperative e le imprese sociali rappresentano un mondo importante e sempre più rilevante nell'economia dei paesi occidentali, in quanto aiutano a sostenere il crescente *gap* tra le esigenze di *welfare* e i vincoli di bilancio pubblico. Tuttavia, l'accesso al credito o il reperimento di risorse finanziarie attraverso strumenti tipici delle imprese *for profit* è più complesso per questi operatori, generalmente di piccola dimensione e con maggiori vincoli sull'utilizzo dei *cash flow* dati dalla loro natura giuridica. D'altro canto, l'offerta di capitale può essere fornita da investitori, non necessariamente con finalità solo etica, che vedono nel settore un possibile ritorno interessante e benefici in termini di diversificazione di portafoglio. Il SIB offre queste possibilità garantendo, però, una remunerazione collegata al risultato d'impatto sociale generato dall'iniziativa: senza questo importante “dividendo”, la remunerazione dell'investitore non ha luogo. La pubblica amministrazione gioca un ruolo centrale, essendo la diretta beneficiaria sia in termini economici sia in termini sociali, in virtù di un approccio preventivo alla base dei progetti SIB

che, in caso di esito positivo, consente di ridurre il numero delle persone in condizioni di difficoltà.

Nonostante il grande favore col quale i SIB sono stati accolti, essi non hanno trovato l'ampia diffusione attesa. La letteratura sul tema s'è prevalentemente concentrata sugli aspetti di misurazione dell'impatto sociale e sui vantaggi in termini di sostenibilità del *welfare*.

I temi dell'asimmetria informativa, della selezione avversa e dell'allineamento d'incentivi sono esaminati da Del Giudice con riferimento ai SIB e consentono una riflessione sugli ostacoli da rimuovere per un pieno sviluppo di questo promettente prodotto finanziario.

L'esito di questa analisi mette quindi in luce gli aspetti di criticità che possono spiegare perché la diffusione dei SIB non abbia ancora avuto l'ampiezza sperata, e suggerisce quali sia la direzione dei passi da compiere per permettere a questi strumenti la diffusione spesso auspicata. Penso quindi che il lavoro di Del Giudice troverà numerosi lettori interessati, sia in campo accademico che tra gli operatori del settore.

Milano, febbraio 2015

*Lorenzo Caprio*



## INTRODUZIONE

Il crescente divario tra le necessità derivanti dalle prestazioni sociali e le disponibilità effettive dei bilanci pubblici pone una serie di interrogativi su come utilizzare le risorse private nel finanziare le esigenze del *welfare*. Negli ordinamenti di stampo anglosassone, il riposizionamento dello stato nell'erogazione dei servizi sociali è avvenuto a partire dagli anni Novanta, a seguito dei mutati orientamenti di *policy* che, sotto la spinta di governi progressisti, tentavano di recuperare alcune prerogative cedute dai precedenti governi in favore di operatori di mercato. Tale recupero, però, non è avvenuto buttando via quanto dell'esperienza di mercato vi era di positivo: i concetti di selezione, allocazione efficiente delle risorse e retribuzione per risultati sono divenuti la base per impostare nuove relazioni tra lo stato e i fornitori di servizi sociali, sia *for profit* che *non profit*.

In tale contesto, i meccanismi di *payment-by-results* hanno preso piede, introducendo il concetto del rimborso basato non soltanto sugli *input* produttivi impiegati ma anche sulla valutazione delle performance. Una vasta letteratura ha focalizzato la propria attenzione sugli aspetti di valutazione dei risultati in ambito sociale, definendo alcune metriche da utilizzare, pur in mancanza di un paradigma comunemente accettato. Negli ultimi dieci anni, però, oltre a ripensare i sistemi di relazione tra pubblica amministrazione e terzo settore nell'erogazione dei servizi di *welfare*, si è sentita forte l'esigenza di identificare anche dei meccanismi di finanza virtuosi, che consentissero alle imprese e cooperative sociali di crescere dimensionalmente e sperimentare progetti innovativi. Soprattutto quest'ultimo punto si rivela cruciale per un *welfare* sostenibile: investire in attività che non siano solo lenitive delle condizioni di vita di persone in stato di necessità, ma che abbiano anche l'obiettivo di rimuovere quei fattori che impediscono a questi soggetti di uscire dalla marginalità.

L'avversione al rischio sia della pubblica amministrazione sia degli operatori sociali ha stimolato la riflessione su come rendere finanziabili progetti che, altrimenti, rimarrebbero inattuati vista la loro portata d'innovazione. Gli investitori istituzionali e gli intermediari finanziari potrebbero giocare questo ruolo, visto che il loro *core business* è la gestione di un rischio in cambio di un adeguato rendimento. I temi dell'*impact investing*, ovvero di quella finanza sociale destinata a finanziare attività in grado di produrre un dividendo misto, sono diventati molto dibattuti sia in ambito accademico sia tra gli addetti ai lavori. Il dividendo "misto" consiste nell'individuare quei benefici sociali che un'attività di prevenzione è in grado di generare, quantificandone l'aspetto economico in termini di risparmio di spesa futura e utilizzando un'aliquota di questo risparmio per remunerare l'investitore che ha "scommesso" sulla riuscita del progetto.

In sostanza, l'*impact investing*, all'interno del quale si collocano i *social impact bond* (SIB), sono la versione moderna dei contratti di pagamento sulla base dei risultati, che integra anche l'aspetto del finanziamento degli erogatori del servizio. Tuttavia, nonostante le ampie e promettenti prospettive di rendimento e di utilizzo dei SIB, allo stato attuale lo strumento risulta poco sviluppato in relazione alle sue reali potenzialità. Le motivazioni sono da ricercare in diversi elementi che impediscono la realizzazione dello schema *win-win* promesso dai SIB. Questo libro si concentra su uno di questi aspetti, quello finanziario.

Infatti, la letteratura prevalente sul tema dell'*impact investing* e sui SIB è stata molto focalizzata sulla prima parte del dividendo misto, quello sociale, trascurando la relazione con la seconda componente, quella finanziaria. La finanza, ancorché declinata socialmente, non prescinde da regole comunemente accettate: una di queste è la relazione rischio – rendimento, l'altra riguarda l'asimmetria informativa.

Circa la relazione rischio-rendimento, ciò che tiene lontani gli investitori istituzionali dai SIB e dall'*impact investing* riguarda la difficoltà di collocarli all'interno di logiche tradizionali di allocazione di portafoglio. Il primo capitolo affronterà questa difficoltà, illustrando alcuni tentativi di inquadrare l'*impact investing* come *asset class* autonoma d'investimenti che spaziano dall'*equity* a forme di debito ibride, fino al *venture capital*. Infatti, per un investitore istituzionale è importante poter identificare queste attività d'investimento nelle loro relazioni anche con altre *asset class* di portafoglio, al fine di poter gestire meglio la diversificazione e rispettare i benchmark contrattuali che i loro committenti hanno indicato al momento della sottoscrizione dei prodotti d'investimento. È importante, a tal fine, l'*endorsement* ricevuto di recente da investitori di elevata reputazione, co-

me Goldman Sachs e JP Morgan, che hanno iniziato a parlare espressamente dell'*impact investing* e dei SIB come *asset class*, creando delle divisioni apposite specializzate in queste forme di investimento. Però il percorso è ancora lungo e il dibattito su come costruire una nuova *portfolio theory* che consideri anche i dividendi misti è ancora aperto.

Il secondo aspetto, invece, riguarda lo schema di realizzazione dei SIB e dei prodotti della finanza d'impatto in generale. Esso, infatti, prevede che l'intero rischio sia sopportato dall'investitore che, però, non ha alcuna forma di controllo e di verifica sulle attività svolte dall'operatore finale. Infatti, lo schema prevede che un intermediario specializzato nel settore si interponga tra finanziatore, pubblica amministrazione e operatore sociale, stipulando tre contratti con ciascuno di essi. Attraverso una società veicolo, l'intermediario stipula con la pubblica amministrazione un contratto che prevede le prestazioni e il pagamento subordinato al raggiungimento di obiettivi d'impatto sociale; in secondo luogo, reperisce le risorse finanziarie attraverso l'emissione di debito o *equity* sottoscritto dall'investitore, la cui remunerazione è collegata al buon esito del progetto; infine, la società di scopo o veicolo definisce con l'operatore sociale il compenso per le prestazioni che sarà chiamato a erogare. Pertanto, in questo schema complesso *multi-agent*, l'investitore è l'unico che corre il rischio di insuccesso e non ha alcun modo di attenuare l'asimmetria informativa che lo schema esaspera. È, difatti, già presente un'elevata condizione di informazione asimmetrica quando si ha a che fare con imprese del terzo settore, il cui business è meno comprensibile per un finanziatore rispetto a quello di un'impresa tradizionale. L'interposizione di un intermediario specializzato rende ancora meno visibile il processo produttivo, cosa che rende il finanziatore "contraente debole" in un SIB.

Le forme di allineamento di incentivo e una proposta di soluzione, discusse in questo libro, partono dall'analisi della distanza in senso informativo tra le parti per poi giungere ad una proposta che possa allineare gli incentivi e rendere maggiormente appetibile una forma contrattuale di sicuro interesse e potenzialità.



# 1. LA FINANZA D'IMPATTO: MISURAZIONE DEL RISCHIO-RENDIMENTO MISTO

## 1.1. Introduzione

La finanza sociale d'impatto o *impact investing* è una forma d'investimento che ha l'ambizione di coniugare i benefici di un "dividendo" sociale generato dal progetto finanziato senza trascurare la remunerazione economica del capitale. Pertanto, essa è l'insieme di quelle forme tecniche della finanza sociale volte a finanziare progetti innovativi in grado di migliorare l'efficacia e l'efficienza nella produzione di beni "sociali".

È bene chiarire che la finanza sociale, nonostante sia da lungo tempo al centro di un interessante dibattito che coinvolge studiosi e *practitioner*, non ha allo stato una configurazione completamente definita. Forme tecniche, destinatari e ambiti di applicazione variano di continuo e vi sono delle oggettive difficoltà nella delimitazione del perimetro della disciplina, condizione tipica di una fase dinamica e, in qualche modo, costitutiva della stessa (Bellanca e Pierri, 2013). La disomogeneità delle definizioni deriva dai diversi contesti di mercato e ordinamento giuridico entro i quali essa è calata. Ad esempio, negli Stati Uniti è definibile come "sociale" la finanza rivolta a soddisfare le esigenze di coloro che producono un bene o erogano un servizio che incorpora un valore per la comunità. Secondo questa accezione, il bene/servizio oggetto di produzione/erogazione spazia dalle prestazioni sociali alla persona alla *green economy*. Invece, un'alternativa più formalistica, prevalente nei paesi dell'Europa continentale, tende a identificare come "sociale" la finanza che ha come destinatari aziende incorporate sotto forme giuridiche *non profit*. Questa definizione ha sicuramente il difetto della rigidità, ma riduce in modo netto l'ambiguità nascente dall'accezione statunitense. Infatti, il valore sociale attribuibile ai diversi beni o servizi è un elemento contingente, legato alla sensibilità della cultura preva-

lente di un determinato periodo. Si pensi, ad esempio, all'importanza dei temi ecologici che, oggi rispetto al passato, attribuisce una rilevanza sociale ai temi della *green economy*.

In questo testo, si farà riferimento alla finanza sociale nella sua accezione "europea", con particolare riferimento all'ordinamento giuridico italiano. In esso, c'è una chiara separazione stabilita nel Codice Civile tra forme societarie *for profit* e *non profit*: queste ultime, destinatarie della finanza sociale, sono le cooperative sociali ex L. n. 381/1991 e le imprese sociali ex D.Lgs. n. 155/2006. Il dividendo "misto", che connota questo tipo di aziende, è dato da un profitto calmierato e da componenti sociali (Bellanca, 2011), in linea con quanto l'*impact investing* richiede ai suoi investimenti.

Un secondo aspetto riguarda le forme tecniche della finanza sociale e il suo rapporto con la finanza tradizionale. La tentazione di contrapporre la prima, quale portatrice di effetti benefici, alla seconda, speculativa e causa di crisi economiche, è molto forte ma determina una distorsione che impedisce alla finanza sociale di evolvere. Infatti, si carica quest'ultima di aspettative eccessive e fuorvianti, che non sono legate criticamente alla capacità di generare un beneficio economico e sociale. In tal senso, si assume una sorta di mandato in bianco per la finanza sociale, apportatrice di per sé di effetti benefici, abbassando la soglia della selezione che è necessaria a separare i buoni progetti da quelli con scarse prospettive di successo. Infatti, la finanza sociale utilizza le stesse forme tecniche, opportunamente adattate, della finanza tradizionale: negare questo aspetto implica ricondurre il finanziamento ad una forma di liberalità.

All'interno della finanza sociale, la finanza d'impatto o *impact investing* svolge un ruolo particolare: da un lato, tende a mettere insieme rendimento economico e beneficio sociale; dall'altra, svolge la funzione di promotrice dell'innovazione, rendendo finanziabili progetti d'investimento che, per avversione al rischio sia della pubblica amministrazione sia degli operatori sociali, non sarebbero attuabili. Lo scambio proposto dall'*impact investing* riguarda il trasferimento del rischio a chi se ne occupa professionalmente, intermediari finanziari o investitori istituzionali, in cambio di un rendimento.

La potenzialità di questo mercato è ampia ed è riconosciuta da numerosi studi e *report* (Salamon, 2014; Wilson, 2014; The Social Investment Consultancy and London Economics, 2014). Data la progressiva riduzione della spesa pubblica per il *welfare* in molti paesi occidentali, le forme di impiego del capitale privato nel finanziare attività d'impresa nel settore sociale soddisferebbero un'esigenza che si fa mano a mano più pressante. Tuttavia, nonostante gli sforzi profusi nel tentativo di convogliare in modo stabile risorse private in questo settore, allo stato attuale la potenzialità non s'è an-

cora espressa ed è ancora lontana dalla sua realizzazione (World Economic Forum, 2013).

Vi sono numerose barriere che limitano l'impiego del capitale privato in iniziative sociali (Wood *et al.*, 2012 e 2013). Innanzitutto, gli intermediari finanziari e gli investitori istituzionali, che giocano un ruolo fondamentale nell'allocazione del risparmio, trovano poco comprensibile l'*impact investing* in termini di relazione rischio-rendimento e correlazione con altre *asset class* in portafoglio. Molto spesso, infatti, ci si dimentica che la finanza, anche nella sua accezione "sociale", impiega strumenti che necessitano di metriche consolidate, opportunamente aggiustate, ma ben riconoscibili.

L'*impact investing* dovrebbe essere percepita come un'*asset class*, portatrice di un determinato livello di rischio e di rendimento promesso. La definizione di *asset class* dipende dalla natura del sottostante di un'attività finanziaria e dalla forma tecnica dell'investimento. Tuttavia, di recente è invalsa la tendenza a considerare altri fattori nella definizione di *asset class*, in particolare quelli concernenti la struttura dell'offerta e l'organizzazione professionale che sta dietro alla realizzazione di un prodotto finanziario. Ad esempio, negli ultimi anni l'investimento in *hedge fund* o in strumenti di partecipazione legati ai mercati emergenti sono considerati *asset class*, in cui le tecniche di finanziamento spaziano dal debito all'*equity*. L'unicità della struttura di mercato, del processo di offerta e del tipo di rischio rendono queste attività finanziarie identificabili come una classe di investimento ben separata dalle altre. Nella pratica, l'*impact investing* può essere considerata un'*asset class* autonoma, con delle caratteristiche di rischiosità e rendimento particolari (JP Morgan, 2010).

La mancanza di metriche consolidate sul rischio e sul rendimento di questa specifica *asset class* rendono, però, poco diffuso l'investimento in questo settore. Un investitore istituzionale (ad es. un fondo pensione, una compagnia d'assicurazioni o un fondo comune) che volesse investire un'aliquota della raccolta in attività di finanza d'impatto, in questo momento sarebbe innanzitutto bloccato da vincoli di natura regolamentare che impongono investimenti tali da garantire determinati *benchmark* di rischio e rendimento attesi. Oltre all'aspetto regolamentare, l'assenza di indicatori di rischio-rendimento non consentirebbe di inserire questi investimenti all'interno di portafogli più ampi, che vengono costruiti secondo le regole dell'*asset allocation* (Buckland, 2013; Clark *et al.*, 2013; Richardson, 2011).

Finora, la letteratura sul tema ha sviluppato molto le metodologie di misurazione dell'impatto sociale di un investimento e dato poco spazio alla necessaria traduzione finanziaria che si integri negli schemi consolidati della gestione di portafoglio. Infatti, alcuni standard di misurazione dell'im-

patto, come l'*Impact Reporting and Investment Standards* (IRIS), o il *Global Impact Investing Rating System* (GIIRS) o *B Impact Assessment* sono tentativi di rendere standardizzabili e omogenee le misure d'impatto sociale utilizzabili nell'*impact investing* (Antadze e Westley, 2012; Jackson, 2013). Manca, invece, un raccordo tra le misure d'impatto sociale e quelle finanziarie (Geobey *et al.*, 2012; Lyons e Kickul, 2013) che rappresentano probabilmente la maggiore barriera all'ingresso al mercato di molti investitori (Krlev *et al.*, 2013).

Questi, infatti, guardano con interesse al campo della finanza sociale, in quanto rappresenta un settore che garantirebbe dei benefici in termini di diversificazione dell'investimento, ma allo stesso tempo trovano poco in termini di "infrastruttura" finanziaria. Alcuni contributi, che qui saranno analizzati, vanno in questa direzione.

In particolare, vi sono alcuni studi che cercano di adattare i modelli di *pricing* e ottimizzazione di portafoglio all'*impact investing*, utilizzando alcune varianti. Emerson (2012) tenta di modellare il dividendo misto attraverso un adattamento della relazione rischio-rendimento che è alla base di molti modelli di *asset pricing*. Anche Saltuk (2011) e Laing (2012) hanno ipotizzato un'espansione della frontiera efficiente, inserendo nelle variabili di rendimento di portafoglio la dimensione dell'impatto sociale. Tuttavia, solo Brandstetter e Lehner (2014) propongono un modello analiticamente evoluto e ispirato a Black e Litterman (1992), che combina l'approccio dell'ottimizzazione media-varianza di Markowitz (1952) con le aspettative degli investitori. La variante proposta per l'*impact investing* consisterebbe nel valutare congiuntamente rischio-rendimento delle due componenti di remunerazione dell'investimento, quella sociale e quella finanziaria.

Il presente capitolo, dunque, si struttura come segue. Dopo aver presentato una rassegna della letteratura sull'*impact investing* (§ 1.2), si prenderanno in esame gli attuali sviluppi di mercato, i principali attori coinvolti del processo, ovvero gli investitori, la pubblica amministrazione e gli intermediari (§ 1.3). Gli strumenti finanziari utilizzati (§ 1.4) e le logiche della misurazione dell'impatto (§ 1.5) saranno inquadrati sia nei loro aspetti teorici sia nelle loro realizzazioni concrete. Il possibile adattamento della *portfolio theory* alla finanza d'impatto sarà oggetto del § 1.6, mentre il § 1.7 raccoglierà le principali conclusioni del capitolo.

## 1.2. La finanza sociale e l'*impact investing*

La crisi finanziaria ha dimostrato come vi siano alcune fragilità, insite nei paradigmi economici delle economie occidentali, che necessitano di rimedi (Shiller, 2013). Una di queste riguarda la sostenibilità dei sistemi di *welfare* e il possibile impiego di capitali privati per sostenere alcune voci di spesa sociale. La finanza sociale nasce, dunque, come un tentativo di rispondere a queste mutate esigenze (Cohen, 2014). La sua definizione non è universalmente accettata, in quanto, come già evidenziato nell'introduzione, il concetto di "sociale" in Europa tende ad assumere connotazioni più restrittive che negli Stati Uniti. Nel Vecchio Continente, infatti, l'oggetto del finanziamento riguarda quelle imprese del mondo *non profit* e sociale, che svolgono attività ben definite nell'ambito dei servizi alla persona, mentre negli Stati Uniti riguarda attività volte a produrre un bene comune, che incorpora un valore per la comunità, includendo così, ad esempio, anche beni come l'acqua, l'energia pulita o lo smaltimento di rifiuti.

Anche sul significato della parola "finanza" talvolta si è caduti in una questione di definizioni. Infatti, il tentativo di contrapporre la finanza sociale a quella tradizionale è forte sia tra accademici sia tra addetti ai lavori, giocando sulla semplificazione dello schema che contrappone speculatori cattivi a investitori buoni con finalità etiche (Bellanca e Pierri, 2013). In realtà, la finanza è un gioco che presuppone sempre le stesse regole, legate alla dinamica rischio-rendimento di un investimento. Al di fuori di esse, non vi è finanza. Questo dovrebbe aiutare a comporre alcune questioni che riguardano la finanza sociale, la quale talvolta è apoditticamente considerata "buona" e quindi meritevole di tutela e trattamento speciale. L'approccio della finanza "tradizionale", quindi, è stato accantonato come se non riguardasse la *social finance*. Questo ha tenuto finora lontani molti investitori, nonostante il terreno sia considerato promettente per futuri investimenti (World Economic Forum, 2013). Infatti, l'approccio finanziario, che comporta la valutazione del rischio e la determinazione del rendimento atteso da un investimento, genera due effetti benefici: da un lato, aiuterebbe nella selezione dei progetti; dall'altra, incrementerebbe l'interesse degli investitori perché renderebbe gli strumenti della finanza sociale utilizzabili nel concreto.

Infatti, le imprese e le cooperative sociali rappresentano una frontiera d'investimento molto interessante. Dal punto di vista finanziario, l'investimento nel settore potrebbe offrire un beneficio in termini di diversificazione del rischio, essendo decorrelato con gli investimenti tradizionali. Inoltre, la dimensione del mercato è molto rilevante: secondo un report commissionato da Accenture e realizzato da Oxford Economics, la dimensione del *gap*