

**Valeria Vannoni**

**IMPATTO, FINANZA  
E NUOVE IMPRESE  
A VOCAZIONE SOCIALE**

**FrancoAngeli**

**BANCA, FINANZA E PMI**

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con **Adobe Acrobat Reader**



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile **con Adobe Digital Editions**.

Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



La Collana ospita scritti inerenti le tematiche dell'economia degli intermediari e dei mercati finanziari, nonché temi legati alla finanza e ai rapporti banca-impresa, provenienti da soggetti afferenti a qualsiasi scuola, dipartimento o ente di ricerca, sia nazionale che internazionale.

Nella Collana possono essere pubblicati esclusivamente lavori scientifici, ossia in grado di offrire un contributo all'avanzamento della conoscenza. La Collana accoglie volumi soggetti ad un processo di double blind review.

Editor in Chief

Prof. Lorenzo Gai, Università di Firenze

L'Editor in Chief è responsabile della politica editoriale, verifica l'andamento del processo di referaggio e coordina le attività dello Scientific Committee e dell'Editorial Board, assicurando l'indipendenza dei giudizi e l'applicazione delle procedure previste dal regolamento della Collana.

L'accettazione della monografia da parte dell'Editor in Chief è condizione necessaria per l'inserimento di una pubblicazione nella Collana.

Scientific Committee

Prof.ssa Marina Brogi, Università La Sapienza di Roma

Prof.ssa Giuliana Birindelli, Università di Chieti-Pescara

Prof.ssa Marina Damilano, Università di Torino

Prof. Marco Di Antonio, Università di Genova

Prof. Franco Fiordelisi, Università di Roma Tre

Prof. Loris Nadotti, Università di Perugia

Prof. Antonio Proto, Università Ca' Foscari di Venezia

Prof. Giulio Tagliavini, Università di Parma

Lo Scientific Committee è composto da accademici/studiosi di consolidata reputazione, affiliati a un numero sufficientemente ampio di università/istituti di ricerca. Ha funzioni di indirizzo e supervisione della politica editoriale e promuove iniziative utili allo sviluppo della Collana.

Editorial Board

Prof.ssa Antonella Capiello, Università di Pisa

Prof.ssa Claudia Curi, Università di Bolzano

Prof.ssa Federica Ielasi, Università di Firenze

Prof.ssa Francesca Querci, Università di Genova

Prof.ssa Beatrice Ronchini, Università di Parma

Prof.ssa Monica Rossolini, Università di Milano Bicocca

L'Editorial Board attua la politica editoriale della Collana, esamina gli scritti pervenuti e seleziona i referees cui rivolgersi al fine di ottenere una valutazione complessiva del lavoro ed eventuali suggerimenti specifici, garantendo la professionalità e la terzietà della procedura di referaggio. Infine, supervisiona la valutazione di merito delle monografie effettuata dai referees.

La Collana è accreditata Aidea



Valeria Vannoni

**IMPATTO, FINANZA  
E NUOVE IMPRESE  
A VOCAZIONE SOCIALE**

**FrancoAngeli**

La presente pubblicazione è stata realizzata con il contributo del Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi di Perugia e del Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi di Urbino.

Isbn: 9788835156246

Copyright © 2023 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>Cenni introduttivi</b>   | pag. | 7  |
| <b>1. La finanza ad impatto: definizioni</b>  | »    | 13 |
| Introduzione  | »    | 13 |
| 1.1. Il profilo personale dell'investitore  | »    | 16 |
| 1.2. L'obiettivo dell'investimento  | »    | 20 |
| 1.3. Le caratteristiche del prodotto finanziario  | »    | 24 |
| 1.4. La misurabilità dell'impatto delle operazioni  | »    | 27 |
| Conclusioni   | »    | 30 |
| <b>2. Gli strumenti della finanza ad impatto: caratteristiche e misurazione dei risultati</b> | »    | 32 |
| Introduzione  | »    | 32 |
| 2.1. Gli investimenti ad impatto  | »    | 35 |
| 2.1.1. <i>Green, Social e Sustainability bond</i>   | »    | 35 |
| 2.1.2. Linee di credito impact  | »    | 50 |
| 2.1.3. <i>Civic crowdfunding</i>  | »    | 52 |
| 2.2. Metodi per la valutazione dell'impatto   | »    | 54 |
| 2.2.1. I metodi di processo   | »    | 55 |
| 2.2.2. I metodi d'impatto   | »    | 58 |
| 2.2.3. I metodi di monetizzazione   | »    | 59 |
| Conclusioni   | »    | 60 |
| <b>3. Il mercato della finanza ad impatto sociale</b>   | »    | 62 |
| Introduzione  | »    | 62 |
| 3.1. La domanda di finanza ad impatto: le Startup Innovative a Vocazione Sociale (SIAVS)      | »    | 64 |



|   |      |     |
|---|------|-----|
| 3.1.1. Inquadramento normativo della startup innovativa a vocazione sociale                 | pag. | 64  |
| 3.1.2. Diffusione e principali caratteristiche delle startup innovative a vocazione sociale | »    | 72  |
| 3.1.3. L'indagine empirica sulle startup innovative a vocazione sociale                     | »    | 76  |
| 3.2. L'offerta di finanza ad impatto: il ruolo delle banche                                 | »    | 83  |
| 3.2.1. Il caso Unicredit  | »    | 85  |
| Conclusioni   | »    | 93  |
| <b>Riflessioni conclusive</b>   | »    | 97  |
| <b>Riferimenti bibliografici e sitografici principali</b>                                   | »    | 101 |

## CENNI INTRODUTTIVI

La progressiva e incalzante sofisticazione che ha interessato gli strumenti finanziari già dagli ultimi anni Novanta ha determinato un ampliamento significativo del ventaglio di soluzioni disponibili per i soggetti che domandano prodotti finanziari. In molti casi, ciò ha tuttavia fatto sì che venisse esasperato l'obiettivo del ritorno economico di breve termine, trascurando l'importanza del contributo che il sistema finanziario può offrire alla crescita dell'economia reale. L'interesse verso la ricerca di una relazione virtuosa tra le due dimensioni, reale e finanziaria, è invece tornato ad affermarsi in seguito alle manifestazioni degli effetti dell'ultima crisi finanziaria che ha imposto, a livello globale, la necessità di un ripensamento circa il ruolo del sistema finanziario a supporto dell'economia reale e il modo in cui interpretare la sua stessa funzione. Il profilo etico delle operazioni e il comportamento responsabile degli investitori hanno rappresentato importanti motivi di avvicinamento tra economia e finanza, consentendo di richiamare l'attenzione di tutti sulla dimensione sociale dei fenomeni. In questo contesto, si è affermata una nuova forma di fare finanza, la cosiddetta finanza ad impatto sociale.

L'espressione "finanza ad impatto sociale" (*impact finance, impact investing*) fa riferimento alle operazioni finanziarie legate al perseguimento di obiettivi sociali misurabili e in grado di generare un ritorno economico per gli investitori. L'intenzionalità dell'obiettivo di rendimento caratterizza questo nuovo segmento della finanza, insieme all'orientamento verso la dimensione sociale dei fenomeni. La diffusione dei cosiddetti criteri ESG – *Environmental, Social, Governance* – per le decisioni finanziarie ha contribuito in modo decisivo ad accrescere l'interesse verso questa tipologia di operazioni.

L'investimento ad impatto sociale ha assunto, negli anni, una fisionomia sempre più articolata, passando da una forma di supporto diretto alle iniziative di *social business* nei Paesi in Via di Sviluppo a uno strumento per sup-

plire alle difficoltà dell'intervento pubblico nel finanziamento del cosiddetto Terzo settore dell'economia. Il connubio impatto sociale-ritorno economico ha, così, assunto la veste di incentivo alla collaborazione pubblico-privato nel finanziamento dell'economia.

Nel tempo, si è rivelato difficile pervenire ad una definizione univoca di tali operazioni, per due motivi principali: da un lato, la difficoltà nel declinare le stesse fattispecie di impatto da includere, nella pratica, nelle operazioni inquadrabili come finanza ad impatto; dall'altro, le criticità nell'impostazione di metodologie di calcolo adeguate a misurare l'impatto stesso. La molteplicità di dimensioni in cui la definizione di impatto può essere interpretata rappresenta, infatti, un freno importante allo sviluppo di una metodologia di misurazione univoca e replicabile; è, tuttavia, possibile rintracciare una classificazione che distingue tre approcci principali: metodi di processo, metodi di impatto e metodi di monetizzazione. I metodi di processo si basano sulla valutazione comparata di *input*, attività e *output*, come definiti nel modello logico della *Impact Value Chain*. Le soluzioni più diffuse nell'ambito di tale categoria di strumenti sono le seguenti: *Best Available Charitable Option* (BACO), *Global Reporting Initiative* (GRI), *B rating system*, *Endeavor's Impact Assessment Dashboard*, *Global Impact Investing Rating System* (GIIRS), *Impact reporting and Investment Standards* (IRIS). I metodi d'impatto cercano, invece, di cogliere i ritorni sociali e/o ambientali di un progetto o di un investimento attraverso un'analisi qualitativa delle interazioni tra i diversi elementi che definiscono un determinato fenomeno; le soluzioni più utilizzate in tale ambito sono riconducibili ai seguenti approcci teorici: *Measuring Impact Framework*, *Participatory Impact Assessment*, *Social Impact Assessment*, *Ongoing Assessment of Social Impacts* (OASIS), *Theory of Change*. I metodi di monetizzazione sono, infine, quelli che cercano di assegnare un valore monetario ai benefici generati, attraverso l'individuazione di opportune *proxy* economico-finanziarie. Tra questi rientrano: *Cost-benefit analysis*, *Social Return on Investment* (SROI), *Social Capital Partners' Socially Adjusted Interest Rate*. I metodi ad oggi più utilizzati sono il *Social Return On Investment* – SROI e il *Global Reporting Index* (GRI) (Comitato economico e sociale europeo, INT/721, *La misurazione dell'impatto sociale*).

L'attenzione verso l'impatto sociale dei fenomeni, anche finanziari, ha avuto ripercussioni sia in termini di strumenti che in termini di organizzazione degli intermediari che offrono servizi e prodotti finanziari: con riguardo agli strumenti, si sono diffusi strumenti specifici di tipo “*social-impact*” (tra questi si citano: *social bond*, *green bond*, micro-finanza e *civic crowdfunding*) e/o si sono adattate le logiche *ESG-Impact* agli strumenti tradizionali, del credito in particolare; con riguardo agli intermediari, si sono

affermati soggetti specializzati (banche etiche, banche “sociali”, fondi etici, agenzie di rating etico) e sono state registrate esperienze di intermediari già affermati che si sono affacciati a questo nuovo segmento. Tali fenomeni hanno inevitabilmente determinato la necessità di intervento da parte delle Autorità di Vigilanza, al fine di adeguare le proprie aspettative rispetto agli adempimenti richiesti agli attori della finanza così delineatasi.

Il contributo che gli intermediari finanziari possono offrire allo sviluppo della finanza ad impatto sociale è notevole: sebbene tale apporto possa, ancora oggi, essere analizzato in termini per lo più potenziali, negli ultimi anni si è assistito ad un interessamento crescente verso tale ambito. La motivazione è duplice: da un lato, gli intermediari finanziari devono impegnarsi per soddisfare la crescente attenzione dei propri clienti verso gli aspetti di sostenibilità e di impatto sociale delle operazioni; dall’altro, essi possono tentare di cogliere i benefici, anche sotto l’aspetto reputazionale, di questa nuova fonte di remunerazione, a medio-lungo termine. Il settore finanziario può, quindi, svolgere una funzione essenziale in questo mercato, sia in termini di canalizzazione di capitale “ad impatto”, sia in termini di innovazione finanziaria intesa come offerta di nuovi strumenti “*impact oriented*”.

In ambito europeo, la Commissione Europea è più volte intervenuta a ribadire l’importanza del ruolo svolto dagli intermediari finanziari nella diffusione della finanza ad impatto sociale, con l’obiettivo di promuovere un modello di finanza sostenibile, fondamentale nel conseguimento degli obiettivi contenuti nell’Agenda 2030 delle Nazioni Unite (Comunicazione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni dell’8 marzo 2018). A gennaio 2018, il gruppo di esperti istituito dalla Commissione Europea ha pubblicato una relazione in cui afferma che la finanza sostenibile consta di due imperativi: 1) migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva, finanziando le esigenze a lungo termine della società; 2) consolidare la stabilità finanziaria, integrando i fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nel processo decisionale relativo agli investimenti. La relazione propone otto raccomandazioni chiave, tra le quali quella di riorientare i flussi di capitale verso un’economia più sostenibile, sulla base della tassonomia dell’Unione Europea per la sostenibilità, le norme e i marchi dell’UE per i prodotti finanziari sostenibili.

Il settore della finanza ad impatto rappresenta, quindi, un’opportunità importante sia sul lato della domanda (profilo degli investitori, sviluppo di nuova imprenditoria sociale) che sul lato dell’offerta di prodotti e servizi finanziari (riorganizzazione degli intermediari tradizionali e diffusione di soggetti specializzati); *l’impact investing* è, inoltre, motivo propulsore di inno-

vazione finanziaria (strumenti specifici e/o tradizionali appositamente adattati) e sociale (impatti ESG). Le criticità che permangono in relazione alla misurazione dell'impatto e alla raccolta e affidabilità di informazioni *non-financial* rappresentano, tuttavia, ancora un freno importante allo sviluppo dell'*impact industry*.

Questo scritto vuole trattare il tema presentato fornendo, innanzitutto, l'inquadramento teorico e le principali definizioni di finanza ad impatto e approfondendo, quindi, l'analisi degli strumenti presenti sul mercato e degli approcci proposti in letteratura e nella prassi operativa per la misurazione dell'impatto degli investimenti. Le criticità che permangono riguardo alla definizione e alla misurabilità dell'impatto limitano, infatti, allo stato attuale, la diffusione di un fenomeno il cui potenziale è, tuttavia, molto rilevante per gli obiettivi sociali che esso può contribuire a raggiungere, tanto più in uno scenario macroeconomico di profonda incertezza quale risulta essere quello attuale. La chiave di lettura proposta per l'analisi del fenomeno è incentrata sulle opportunità offerte dalla finanza ad impatto al sistema delle imprese. Nel primo capitolo, il volume propone un'analisi della letteratura economico-finanziaria relativa alla definizione di impatto, approfondita sulla base dei seguenti ambiti tematici: il profilo personale dell'investitore, l'obiettivo dell'investimento, le caratteristiche del prodotto finanziario, la misurabilità dell'impatto delle operazioni. Nel secondo capitolo sono, quindi, presentati i principali strumenti della finanza ad impatto e i metodi di valutazione dell'impatto, secondo la classificazione che distingue tra metodi di processo, di impatto, di monetizzazione. Il terzo capitolo è dedicato al mercato della finanza ad impatto, con riferimento al contesto nazionale italiano; il fenomeno è analizzato sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta. In particolare, con riguardo alla domanda, è approfondito il caso delle startup innovative a vocazione sociale, particolare tipologia di impresa riconosciuta dall'ordinamento italiano che potrebbe essere interessata dallo sviluppo della finanza orientata all'impatto; in relazione all'offerta, viene, invece, proposta l'analisi di un caso di specie relativo ad un intermediario che ha sviluppato un proprio approccio alla valutazione di impatto sociale. Il caso, costituito da un soggetto di rilevanza sistemica, è quindi messo a confronto con quello di un altro intermediario di rilevanza sistemica, comparabile per dimensione dell'attivo.

L'intento dell'opera è duplice: da un lato, si intende offrire un contributo alla letteratura esistente in tema di impatto sociale dei fenomeni finanziari, attraverso una proposta di categorizzazione dei contributi che trattano il tema secondo alcuni motivi teorici principali; dall'altro, si vuole suscitare una riflessione riguardo le opportunità che la finanza ad impatto sociale può offrire al finanziamento delle nuove imprese a vocazione sociale. Il consolidamento

di una definizione chiara di impatto sociale e la diffusione di metriche di impatto replicabili sono elementi chiave rispetto alla concreta realizzazione di tali opportunità.



# 1. LA FINANZA AD IMPATTO: DEFINIZIONI

## Introduzione

L'espansione della finanza sostenibile è un'opportunità per favorire la stabilità del sistema finanziario e promuovere la crescita inclusiva, per cui è necessario individuare le frizioni che impediscono di integrare appieno le logiche ESG nelle decisioni degli investitori. In questo senso, la Commissione Europea sta promuovendo la riforma del sistema finanziario europeo verso un modello economico di sostenibilità. A fine 2016, la stessa Commissione ha costituito un Gruppo di Esperti di Alto Livello in Finanza Sostenibile (*High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, HLEG), che ha pubblicato il suo primo Rapporto Finale a gennaio 2018, con l'obiettivo di costruire un quadro di riferimento strategico per l'espansione della finanza sostenibile in Europa, contribuendo ad attuare l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile. Tale strategia è stata successivamente innovata con la pubblicazione, nel luglio del 2021, della Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile, che ha fatto seguito all'adozione da parte della Commissione Europea del c.d. *Green Deal* Europeo nel giugno 2019. Il Rapporto individua, tra le diverse criticità che frenano la diffusione del fenomeno, la mancanza di una definizione univoca e condivisa di investimento ad impatto e la scarsa trasparenza, uniformità e affidabilità nei *benchmark* e nelle metriche per valutare le *performance* in termini di impatto delle operazioni. La carenza di informazioni adeguate e definizioni precise è ostacolo alla crescita del mercato, in quanto dà adito ad incertezza e alimenta scetticismo tra gli investitori. In particolare, la mancanza di consenso sul significato di impatto in finanza crea ambiguità sulla natura e sugli obiettivi sociali dei prodotti del *Social Responsible Investing* (SRI). L'investimento sostenibile, come defi-



nito dalla Global Sustainable Investment Alliance, GSIA, mira a promuovere una forma di finanza che contribuisca a raggiungere obiettivi di sviluppo sostenibile, genericamente inteso come promozione di una crescita stabile e inclusiva. Il concetto di investimento sostenibile si è diffuso dagli anni Sessanta e ancora manca, tuttavia, di una definizione univoca: come inteso dal GSIA, l'investimento sostenibile rappresenta un ambito molto ampio, all'interno del quale possono essere incluse sette differenti strategie di investimento (Moliterni, 2018): 1. selezione negativa (*negative screening*), criterio che consiste nell'escludere dagli obiettivi di investimento le società o i settori che non soddisfano i criteri ESG; 2. selezione normativa (*norms-based screening*), forma di screening negativo in cui le esclusioni sono fondate sull'inservanza di standard normativi nazionali o internazionali; 3. integrazione ESG (*ESG integration*), strategia che prevede l'esplicita integrazione dei criteri ESG nelle analisi finanziarie di portafoglio. Questa strategia, rispetto a quella di selezione negativa, comporta un ruolo attivo degli *asset manager*; 4. coinvolgimento societario (*corporate engagement*), approccio che considera il potere dei soggetti che partecipano al capitale dell'impresa di influenzare direttamente il comportamento e la gestione aziendale; 5. selezione dei migliori (*best-in-class screening*), strategia che favorisce il finanziamento di società o settori che presentano risultati in termini di performance ESG migliori rispetto a soggetti comparabili; 6. investimento ad impatto (*impact investing*), forma di finanza orientata a progetti o attività che mirano a risolvere problematiche sociali e ambientali, perseguendo tuttavia un ritorno economico. Questa strategia, che può essere alternativamente indicata come *social finance*, *social impact investing* e *blended value investing*, include il c.d. *community investing*, che è rivolto in maniera specifica a individui e comunità di persone non raggiunte da servizi adeguati; 7. investimenti tematici di sostenibilità (*sustainability themed investing*), investimenti in attività specificamente connesse ai temi della sostenibilità come l'energia pulita, la tecnologia verde e l'agricoltura sostenibile. Uno studio recente di Anirudh e Hockerts (2021) individua sei caratteristiche distintive dell'*impact investing*: (1) capitale investito, (2) grado di coinvolgimento con il *target* dell'operazione, (3) processo di selezione, (4) risultati sociali e commerciali, (5) rendicontazione dei risultati e (6) ruolo del governo.

La finanza sostenibile può essere intesa come l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria. Essa si pone l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un valore economico, ma siano allo stesso tempo utili alla società, nel rispetto dell'ambiente, ampiamente inteso. In attuazione della richiamata Strategia per la finanza sostenibile, su proposta della Commissione

Europea, i legislatori europei hanno adottato alcuni atti normativi, che costituiscono i principali riferimenti in materia: il Regolamento (UE) 2020/852 (“Regolamento Tassonomia”), pubblicato il 22 giugno 2020, che disciplina una tassonomia delle attività eco-sostenibili, ossia un sistema condiviso a livello europeo di classificazione delle attività economiche eco-sostenibili in ragione del contributo al raggiungimento di specifici obiettivi ambientali, sulla base di criteri e metriche scientifici; il Regolamento (UE) 2019/2088 (“Regolamento *Disclosure*”), pubblicato il 19 dicembre 2019 e direttamente applicabile nell’Unione Europea dal 10 marzo 2021, che introduce nuovi obblighi di trasparenza informativa in materia di sostenibilità in capo ad alcune tipologie di intermediari, in merito alle modalità adottate per l’integrazione nelle scelte di investimento e nell’attività di consulenza dei “fattori di sostenibilità”; il Regolamento (UE) 2019/2089, pubblicato il 9 dicembre 2019, che modifica il Regolamento (UE) 2016/1011 (“Regolamento *Benchmark*”), introducendo due nuove categorie di indici di riferimento che tengono conto di alcuni aspetti di sostenibilità ambientale. Inoltre, sempre in attuazione della Strategia sulla finanza sostenibile, la Commissione Europea ha pubblicato il 2 agosto 2021 alcuni atti delegati con cui sono state emendate le disposizioni di attuazione delle discipline MiFID II (Direttiva 2014/65/UE, *Markets in Financial Instruments Directive II*, disciplina dei mercati finanziari europei), IDD (Direttiva (UE) 2016/97, *Insurance Distribution Directive*, normativa europea in materia di distribuzione assicurativa), UCITS (Direttiva 2014/91/UE, *Undertakings for Collective Investment Schemes in Transferable Securities*, in materia di Organismi di Investimento Collettivo in valori mobiliari) e AIFMD (Direttiva 2011/61/UE, *Alternative Investment Fund Managers Directive*, per gestori di fondi diversi da UCITS), al fine di favorire l’integrazione dei profili di sostenibilità nei processi degli intermediari, nei processi di *product governance*, nonché delle preferenze della clientela per i fattori ESG nella prestazione dei servizi di investimento e nella distribuzione dei prodotti di investimento assicurativi, anche in relazione alla valutazione di adeguatezza.

Il quadro normativo di riferimento ancora in fase evolutiva, insieme all’ampiezza e alla varietà di strategie che possono essere incluse nel campo di azione del *responsible investing*, richiamano l’attenzione sulla necessità di tracciare in maniera chiara e condivisa i confini dell’*impact investing*, in modo da affermarne il perimetro definitivo, con benefici per tutti gli *stakeholder* coinvolti nel processo di investimento. L’opacità terminologica che, pur attenuata, esiste ancora oggi intorno al tema della finanza ad impatto si traduce, in molti casi, nell’utilizzo di espressioni quali “finanza etica”, “investimento sostenibile”, “investimento socialmente responsabile” come si-

nonimi di finanza ad impatto; ciò impone un impegno per individuare gli elementi distintivi di tale ambito di attività. In letteratura, numerosi sono stati e sono ancora oggi i tentativi compiuti in questa direzione; il presente capitolo vuole proporre una rassegna (*indexing*) delle proposte in merito alla qualificazione dell'*impact investing*. In base all'esame di 1.038 prodotti di ricerca sul tema, in questa parte del volume viene proposta una classificazione dei contributi più significativi in base a quattro motivi teorici principali: profilo personale dell'investitore; obiettivo dell'investimento; caratteristiche del prodotto finanziario; misurabilità dell'impatto delle operazioni.

## 1.1. Il profilo personale dell'investitore

Numerosi studi hanno individuato nelle caratteristiche personali degli investitori l'elemento che distingue la finanza ad impatto dagli altri prodotti inquadrabili nel più ampio spettro della finanza etica e socialmente responsabile.

Brodback *et al.* (2018) evidenziano che i valori personali dell'investitore hanno un impatto sulle singole decisioni di investimento, in particolare sulla decisione di investire in modo socialmente responsabile. Gli autori dimostrano che esiste un legame positivo tra i valori altruistici e l'importanza relativa della responsabilità sociale; questo effetto è più forte quando gli individui ritengono di poter determinare un impatto sociale o ambientale positivo attraverso i propri investimenti, o quando si sentono moralmente obbligati a investire in modo responsabile. Se individui altruisti associano investimenti responsabili a rendimenti più elevati, diminuisce la loro motivazione a investire in modo responsabile. I valori egoistici, di contro, sono elementi negativi rispetto alla decisione di investire in modo responsabile, a meno che gli individui non associno l'investimento responsabile a ritorni finanziari più elevati. I modelli classici di determinazione dei prezzi delle attività finanziarie presuppongono che gli investitori basino la propria decisione di investimento esclusivamente sul binomio logico rischio-rendimento (Sharpe, 1964; Lintner, 1965); modelli teorici più recenti suggeriscono, invece, che il sistema di valori personali dell'investitore si riflette nelle decisioni di investimento (Heinkel *et al.*, 2001; Fama e French, 2007). Studi empirici successivi hanno analizzato i dati di *holding* e *trading* di strumenti finanziari, ottenendo risultati che supportano questi modelli: le evidenze ottenute dimostrano che gli investitori incorporano valori religiosi e politici, nonché norme sociali nelle proprie decisioni di investimento (Hong e Kacperczyk, 2009; Peifer, 2010; Kumar *et al.*, 2011; Chen *et al.*, 2012). Gli autori evidenziano che le

motivazioni finanziarie e non finanziarie ad investire responsabilmente possono essere correlate ai valori psicologici, all'altruismo e all'egoismo di un individuo (Schwartz, 1992). Tale argomentazione si basa sulla cosiddetta teoria "valore-comportamento-norma" (*value-belief-norm theory*, Stern *et al.*, 1999), per cui si afferma che un individuo altruista che creda che (1) ciò che valorizza sia esposto ad una minaccia e che (2) il suo comportamento contribuisca ad evitare le manifestazioni negative degli effetti di tale minaccia, si sente moralmente obbligato ad agire. Questa teoria è stata applicata con successo per spiegare il comportamento pro-ambientale degli individui, ad esempio la riduzione nell'uso dell'automobile personale, le emissioni di CO<sub>2</sub> delle famiglie (Stern, 2000; Nordlund e Garvill, 2003; Steg *et al.*, 2005). Per l'egoismo, gli studi che applicano la teoria mostrano che i valori egoistici sono negativamente correlati agli atteggiamenti ambientali (Stern *et al.*, 1999; Nordlund e Garvill, 2002; Steg *et al.*, 2005; De Groot e Steg, 2008).

Broadback *et al.* (2018) spiegano i motivi non pecuniari e pecuniari per investire responsabilmente con i valori psicologici. In particolare, i risultati che essi ottengono indicano che i due motivi – pecuniario e non pecuniario – possono coesistere nell'ambito di un investimento responsabile. Alcuni individui sono intrinsecamente motivati e traggono utilità non monetaria dal fare del bene: l'impegno di questi soggetti in investimenti socialmente responsabili deriva, quindi, da un movente altruistico. Se gli investitori altruisti credono di poter fare la differenza con i loro investimenti e si sentono moralmente obbligati ad agire, essi saranno ancora più inclini a investire in modo responsabile, fino al momento in cui si raggiunge quello che gli stessi autori definiscono "effetto di affollamento" (*crowding-out effect*): i rendimenti degli investimenti socialmente responsabili sono percepiti come superiori ai rendimenti di quelli tradizionali e un livello crescente di altruismo porta a un peso decrescente della responsabilità sociale nella funzione di utilità. I valori egoistici sono, invece, associati in modo negativo alla decisione di investire in maniera responsabile: gli individui egoisti attribuiscono soltanto una maggiore importanza relativa alla responsabilità sociale quando si aspettano che da tale atteggiamento possa derivare un *payoff* finanziario più elevato per il proprio investimento. In base ai pesi di importanza relativa attribuiti ai diversi fattori nelle funzioni di utilità, gli autori propongono una profilatura degli investitori: un soggetto che attribuisce un'elevata importanza relativa al ritorno economico (investitore egoista) ha tipicamente un'età avanzata, reddito elevato, buona cultura personale in materia di investimenti, è di genere maschile; chi, invece, assegna un'elevata importanza relativa alla responsabilità sociale dell'investimento (investitore altruista) è relativamente giovane, con un reddito inferiore alla media e scarse cono-

scenze personali in ambito finanziario ed è, con maggiore probabilità, di genere femminile (questo risultato è in linea con numerosi studi precedenti, tra i quali: Beal e Goyen, 1998; Schueth, 2003; Valor *et al.*, 2009). Lo studio di Brodback *et al.* (2018) ha il pregio di fornire una prima indicazione del rapporto vincolante tra valori personali e decisioni di investimento; inoltre, un altro spunto importante fornito dagli autori è quello relativo alla necessità di richiamare l'attenzione dei gestori di fondi riguardo le modalità più adeguate con cui pubblicizzare i prodotti di investimento responsabile, tenendo in debito conto le motivazioni che spingono gli investitori a scegliere un'attività piuttosto che un'altra. Gli investitori, infatti, possono impegnarsi in attività responsabili per due motivi distinti: una motivazione intrinseca, rintracciabile nella ricerca di ritorni non pecuniari; una motivazione estrinseca, rappresentata dalla prospettiva di ottenere rendimenti finanziari. Per riprendere la categorizzazione precedente, la prima motivazione è tipica degli investitori altruisti, mentre la seconda individua gli investitori egoisti. I prospetti dei fondi che propongono investimenti ad impatto dovrebbero, pertanto, soddisfare le motivazioni di entrambe le tipologie di individui. Nella ricerca futura, sarebbe auspicabile districare ulteriormente il classico *trade-off* tra ritorno finanziario e non finanziario, cercando in particolare di fare chiarezza sulle motivazioni non finanziarie che orientano gli investitori verso i prodotti socialmente responsabili e ad impatto. Barber *et al.* (2021) forniscono evidenze del fatto che gli investitori sono disposti a sacrificare i motivi pecuniari in favore di quelli non pecuniari: questo risultato indica che le decisioni di allocazione del capitale, sebbene certamente governate dal compromesso rischio-rendimento della massimizzazione della ricchezza nei modelli di utilità tradizionali, sono anche modellate in base alle conseguenze reali che gli investimenti possono produrre in termini di impatto sulla società.

Meyer *et al.* (2019) studiano come le diverse motivazioni degli investitori varino tra le strategie di investimento sostenibile, in particolare tra investimenti sostenibili intesi in senso ampio e investimenti mirati ad impatto. Utilizzando un set di dati per investitori al dettaglio impegnati in un veicolo di investimento di microfinanza, essi analizzano in che modo le diverse motivazioni influenzano la domanda di investimenti differenti. I risultati che ottengono mostrano che motivi differenti innescano diversi tipi di investimenti sostenibili: mentre le decisioni di impegnarsi in investimenti sostenibili “generalisti” sono legate principalmente alle aspettative in termini di rendimento e rischio, la decisione di investimento nel veicolo ad impatto è più strettamente collegata ai cosiddetti attributi di valore (*value attributes*). In linea con alcuni precedenti risultati sugli investimenti sostenibili, gli autori osservano che la decisione di investire in strumenti a impatto è guidata più dal sistema perso-

nale di valori che da altri motivi, mentre l'ammontare investito è determinato prevalentemente da motivazioni finanziarie. La loro analisi dimostra, inoltre, che la sfiducia nei mercati finanziari è un importante fattore trainante per la quota impiegata in investimenti sostenibili “generalisti”, ma non per gli investimenti a impatto.

Lehner *et al.* (2018) ribadiscono che l'*impact investing* individua una logica di investimento che combina obiettivi sociali e ambientali, rendimenti finanziari e valori personali. Nel loro lavoro, inoltre, gli autori introducono un motivo interessante, ossia il c.d. divario di comunicazione (*communication gap*), tra investitori, intermediari e imprenditori sociali, per cui ciascuno di tali attori adotterebbe forme di comunicazione volte a legittimare ed enfatizzare il proprio impegno nell'*impact investing*, più che a ricercare il reale impatto delle operazioni. Molti studiosi (Lounsbury e Glynn, 2011; Crane e Ruebottom, 2011) avevano già affermato che la percezione dell'*audience* in un certo contesto sociale può essere condizionata attraverso tecniche di retorica, strategie di presentazione e comunicazione.

Kolbel *et al.* (2019) conducono un'approfondita analisi della letteratura sull'impatto in base al profilo dell'investitore e alla capacità di quest'ultimo di produrre impatto. Gli autori arrivano a distinguere tre meccanismi attraverso i quali gli investitori possono generare impatto: coinvolgimento degli azionisti; allocazione del capitale; impatti indiretti. I primi due meccanismi sono ampiamente affrontati in letteratura, mentre gli impatti indiretti mancano ancora di robuste conferme empiriche. Tuttavia, i risultati ad oggi disponibili suggeriscono che gli investitori potrebbero aumentare il proprio impatto intervenendo su pratiche aziendali specifiche e rivolgendosi a società la cui crescita è limitata dalle condizioni di offerta di finanziamenti esterni. Gli autori suggeriscono, inoltre, una serie di metriche che potrebbero essere utilizzate dalle agenzie di rating, e incoraggiano i responsabili politici a diffondere buone pratiche utili a promuovere gli investimenti a impatto.

Con riguardo al motivo del profilo personale dell'investitore, si può concludere, pur in modo non esaustivo, che gli elementi distintivi della finanza ad impatto siano rintracciabili nel cosiddetto principio di addizionalità, per cui l'investitore deve percepire chiaramente che le operazioni alle quali partecipa possono determinare un impatto altrimenti non realizzabile. La disponibilità di informazioni e metriche affidabili rappresenta, in tal senso, una condizione fondamentale affinché si possa realizzare il passaggio dalla sola percezione alla reale cognizione della possibilità di generare impatto.

## 1.2. L'obiettivo dell'investimento

La finanza ad impatto si colloca in uno spazio che si può definire intermedio tra la filantropia e gli investimenti tradizionali.

Fig. 1 – Lo spettro degli investimenti

| Valore sociale          |                      |                           | →                       | ←                | Valore finanziario             |                           |
|-------------------------|----------------------|---------------------------|-------------------------|------------------|--------------------------------|---------------------------|
| Donazioni filantropiche | Venture philanthropy | Program-related investing | <b>Impact investing</b> | Investimenti ESG | Social Responsible Investments | Investimenti tradizionali |

Fonte: adattamento da Social Impact Agenda per l'Italia

Nello spettro di operazioni rappresentate in Figura 1, è possibile effettuare una distinzione tra quelle in cui è dominante l'obiettivo sociale (valore sociale) e quelle in cui prevale il motivo finanziario (valore finanziario): tra le prime (*Impact Objective Spectrum*), le donazioni filantropiche individuano contributi a fondo perduto e altri benefici che non hanno aspettative in termini di rendimento economico; la *venture philanthropy* indica, invece, donazioni offerte come capitale iniziale con aspettativa di sostenibilità operativa, attraverso l'accompagnamento da parte degli investitori; il *program-related investing* si riferisce, infine, a operazioni di investimento con aspettativa di ritorno almeno pari al capitale impiegato, con possibilità di rendimento di mercato e performance sociale; tra le seconde (*Return Objective Spectrum*), gli investimenti tradizionali mirano alla massimizzazione del rendimento finanziario; i *social responsible investments* rappresentano gli investimenti in imprese non nocive per l'ambiente e la società (c.d. *do not (significant) harm principle*); gli investimenti ESG attengono, infine, alle operazioni in imprese che valutano la propria performance finanziaria con un approccio che considera aspetti ambientali, sociali e di *governance*, secondo criteri prestabiliti. L'avvicinamento tra i due motivi – sociale e finanziario – si realizza, al suo massimo grado, nell'*impact investing*, che individua proprio gli investimenti in imprese con l'obiettivo di generare un impatto sociale e ambientale positivo, misurabile e compatibile con un ritorno economico.

Il profilo personale dell'investitore si riflette in quelli che sono i propri obiettivi di investimento; il *desiderata* teorico è la conciliazione delle ambizioni in termini di risultati pecuniari e non pecuniari: Emerson (2003) è stato tra i pionieri nel sostenere che gli obiettivi sociali potrebbero e dovrebbero essere miscelati con quelli finanziari, e che la natura dell'investimento e l'aspettativa di rendimento dovrebbero mirare a realizzare l'obiettivo comune

della creazione di valore, risultante dalla combinazione dei due obiettivi. Nella pratica, questo può essere, tuttavia, un risultato difficile da perseguire: in tal senso, Tyler (2018) evidenzia come la ricerca congiunta di impatto sociale e ritorno finanziario abbia promosso la diffusione di una serie di operazioni ibride, pubbliche e private, che, pur originando con interessi complementari e sovrapposti, implicano, tuttavia, obiettivi e intenzionalità inevitabilmente destinati a scontrarsi, anche nel caso in cui i soggetti coinvolti agiscano con le migliori intenzioni. L'autore individua, tra le ragioni di tale divergenza, la mancanza di *framework* in base ai quali i professionisti – legali, investitori, imprenditori e altri – possano valutare adeguatamente le proprie aspettative e quelle degli altri, al fine di identificare e valorizzare le aree di convergenza e avere chiara cognizione dei punti di distanza. Nel tentativo di attenuare tali mancanze, l'autore propone quattro *framework* per identificare e gestire interessi e obiettivi complementari, in competizione e in conflitto, in base alla profondità dell'impegno dei diversi soggetti verso gli stessi: grado e profondità dell'impegno a scopi sociali o loro assenza; importanza delle connessioni tra lo sforzo profuso e l'impatto sociale e/o gli altri risultati da raggiungere; capacità di affrontare i danni diretti, indiretti, conoscibili e non intenzionali di un certo comportamento finanziario; rilevanza dei valori della responsabilità sociale nelle imprese e vincoli normativi.

Brest *et al.* (2018) partono dall'assunto per cui la maggior parte degli investitori ha un unico obiettivo: ottenere il massimo ritorno finanziario dalle operazioni che si pongono in essere. Questi investitori, che definiscono “socialmente neutrali”, cercano di massimizzare i propri rendimenti in ragione del rischio assunto e non sono disponibili ad accettare un ritorno finanziario inferiore da un investimento che potrebbe, tuttavia, produrre anche benefici sociali. Un numero crescente di “investitori socialmente motivati” ha, invece, obiettivi che vanno oltre la massimizzazione dei profitti. Alcuni di questi soggetti ricercano investimenti allineati con i propri valori sociali (allineamento del valore, *value alignment*), ad esempio detenendo titoli di sole società le cui attività siano coerenti con i propri valori morali e/o sociali; altri potrebbero anche desiderare che i loro investimenti aumentino la capacità delle società in portafoglio di creare più valore sociale (creazione di valore sociale, *social value creation*). Le pubblicazioni diffuse da gestori patrimoniali, fondazioni e associazioni di categoria esprimono un notevole ottimismo sul fatto che gli investitori socialmente motivati possano essere orientati alla creazione di valore sociale, mentre gli autori si dichiarano scettici in proposito e propongono una tassonomia degli “investimenti socialmente motivati” in modo che gli investitori possano chiaramente articolare i propri obiettivi e i gestori patrimoniali definire la propria offerta e misurare la per-



formance delle operazioni. Le conclusioni alle quali pervengono sono le seguenti: 1. è virtualmente impossibile che la compravendita di azioni sul mercato secondario da parte degli investitori influenzi gli *output* e il comportamento delle società; gli investitori socialmente motivati, che cercano di migliorare le performance ESG o il valore sociale prodotto da un'impresa quotata devono stringere accordi con i clienti, i dipendenti, le associazioni e i regolatori per condizionare il comportamento della stessa azienda; 2. è, invece, possibile condizionare gli *output* delle società non quotate, accettando un ritorno finanziario al di sotto di quello al quale non sarebbero disposti a scendere gli investitori socialmente neutrali. Gli autori distinguono, inoltre, tra investimenti nei mercati privati di tipo *concessionary* e *non concessionary*, osservando come in questo secondo caso il possesso di informazioni riservate potrebbe rappresentare un vantaggio.

Il futuro dell'*impact investing* sta in una maggiore creatività nella combinazione di fonti di finanziamento con diversi livelli di propensione al rischio, in un numero di dimensioni almeno pari a quello degli impatti ricercati (Boubaker *et al.*, 2017). Il dibattito sull'orientamento al profitto degli investimenti a impatto fa ristagnare il segmento degli investimenti a impatto in modelli di finanziamento troppo spesso distinti con un approccio semplicistico tra operazioni a scopo di lucro e senza scopo di lucro, determinando come conseguenza l'incapacità di dare un contributo reale al cambiamento sociale necessario. Finché l'ingegneria finanziaria non includerà l'obiettivo di impatto concreto come priorità nella progettazione di strumenti finanziari, al di là dell'allocazione degli elementi di profitto generati dall'intervento finanziato per l'impatto, un vero mercato dell'impatto non si realizzerà. Poiché le fonti di finanziamento filantropiche sono insufficienti per affrontare le crescenti sfide sociali e la propensione al rischio degli investitori rimane limitata, le opportunità di investire in strumenti a impatto continuano a essere sacrificate da quello che è un dibattito in gran parte ideologico/terminologico. Un'attenzione particolare alla finanza basata sulle soluzioni (*solution-driven finance*), tuttavia, presenta un'opportunità per l'espansione dei mercati finanziari, con un'evoluzione verso la creazione di modelli di finanziamento al servizio di un impatto reale; ciò, non solo può contribuire a rimodellare la sostanza etica dei mercati finanziari, ma può anche agire da elemento propulsore di innovazione nel settore dei servizi finanziari, già interessato dall'ascesa dell'economia digitale. In particolare, dovrebbero essere incoraggiate logiche di selezione degli investimenti non basate solo su motivi qualitativi, di percezione (c.d. "*feel goods investment opportunities*"), ma in grado di integrare logiche ESG; approcci di questo tipo potrebbero, a loro volta,

innescare meccanismi di domanda e offerta di strumenti di *impact investing* più sofisticati e orientati alle soluzioni.

Il momento storico attuale si presta ad agevolare la diffusione dell'*impact investing* e attori particolari, quali *family office*, fondazioni, *High-net-worth individuals* possono dare un contributo decisivo al raggiungimento di obiettivi sociali.

Lieberman (2019) evidenzia come la definizione e le aspettative collegate all'*impact investing* cambino anche in base al tipo di investitore al quale si richiede la definizione stessa. Sebbene questo approccio trovi le sue origini nella filantropia, allo stadio attuale esso è orientato a una logica di investimento. Il *trade-off* tradizionalmente riconosciuto tra rendimento finanziario e ritorno sociale non è più esclusivo come in passato: gli investitori più lungimiranti, afferma l'autore, comprendono che incorporare fattori ESG e sostenibilità nelle proprie analisi produrrà effetti positivi sui propri risultati di medio-lungo periodo; di contro, molte delle strategie orientate all'impatto sono scarsamente considerate dagli investitori tradizionali. Nell'articolo si fornisce una prima definizione di *impact investing* come la combinazione di due *desiderata* all'interno di un unico obiettivo, investendo le proprie risorse per ottenere un ritorno finanziario ma anche un impatto positivo sull'ambiente e/o la società. Si tratta di una definizione ampiamente diffusa, di cui però l'autore critica l'ampiezza e cerca di darne una specificazione migliore, tenendo conto delle differenti interpretazioni che possono comprometterne l'applicabilità. Alcuni sostengono che si possa parlare di *impact investing* solo in presenza di una motivazione esplicita (*explicit motivation*) dell'investimento sottostante o nel caso in cui il mercato degli investimenti tradizionali non offra capitali prontamente destinabili a scopi sociali. La misurabilità (*measurability*) è, inoltre, spesso citata come determinante per la definizione del fenomeno. In questo senso, la quantificazione dell'impatto è ancora più difficile con riferimento ad un orizzonte temporale di medio-lungo termine, in quanto risulta estremamente complicato tener conto delle esternalità inattese e distinguere un'operazione di *marketing ploy* da un'operazione di reale impatto, se questo non è misurabile.

De Mariz e Savoia (2018) evidenziano come gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, firmati nel 2015, richiedano una più stretta collaborazione tra il settore pubblico e quello privato per risolvere questioni sociali e ambientali. Ciò fa seguito a una graduale evoluzione degli aiuti e della politica che ha portato all'emergere di un *corpus* di ricerche incentrate sui partenariati pubblico-privato, sia nei paesi sviluppati che in quelli in via di sviluppo, nonché una corrente di letteratura sull'innovazione finanziaria come strumento favorevole allo sviluppo sostenibile. Gli autori analizzano,

quindi, l'emergere dei *Social Impact Bonds* (SIB), strumenti finanziari innovativi in cui si uniscono l'assunzione di rischi privati con finanziamenti pubblici, in una struttura *pay-for-outcome*. Le operazioni di SIB sono state lanciate nel Regno Unito, nel tentativo di colmare il divario tra i mercati dei capitali privati e le agenzie pubbliche di finanziamenti, per ottenere un risultato sociale. Dopo aver approfondito la letteratura esistente e le lezioni apprese da più di sessanta SIB realizzati, gli autori conducono un'analisi approfondita della struttura finanziaria delle SIB, distinguendone le seguenti quattro fasi caratteristiche: struttura giuridica, definizione dell'impatto desiderato in considerazione di una relazione di tipo rischio-rendimento, collocamento del SIB e *governance*. Gli autori propongono, infine, quattro raccomandazioni che ritengono possano agevolare la crescita del mercato, consistenti, rispettivamente, nella creazione di Fondi SIB, nell'ampia diffusione della conoscenza, nella standardizzazione dei processi e nella definizione di regolamenti favorevoli allo scopo.

La Torre *et al.* (2019) propongono uno studio esplorativo, basato su metodi qualitativi volti a concettualizzare i SIB nel quadro del "*Business models for sustainability*" e comprendere come la collaborazione tra gli attori interessati da un'operazione SIB varia tra settori sociali e aree geografiche. Lo studio identifica tre diversi modelli di SIB, caratterizzati dai diversi gradi di collaborazione tra gli attori: (i) SIB come partnership pienamente collaborativa; ii) SIB come partenariato a bassa collaborazione; e (iii) SIB come partenariato parzialmente collaborativo. I risultati suggeriscono che un modello SIB pienamente collaborativo può avere maggiori possibilità di ottenere gli impatti sociali attesi.

In riferimento all'obiettivo dell'investimento, si può concludere che le operazioni di *impact finance* sono caratterizzate dalla combinazione di equilibrio tra i motivi sociale e finanziario, al raggiungimento della quale contribuiscono sia il profilo dell'investitore che le caratteristiche degli strumenti finanziari.

### **1.3. Le caratteristiche del prodotto finanziario**

Le operazioni di finanza ad impatto possono essere realizzate attraverso una varietà di strumenti appartenenti a diverse *asset class*, che possono differire per livello di rischio, remunerazione attesa e implicazioni per investitore e *target* dell'operazione.

Wendt, in un lavoro del 2017, evidenzia come, a tale riguardo, il problema principale sia individuabile nel far incontrare, in modo efficiente, efficace,

trasparente e scalabile, attività che creano impatti positivi con gli investitori. In altre parole, reindirizzare gli investimenti e la finanza verso operazioni orientate all'impatto, che siano compatibili con gli Obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite e l'accordo di Parigi sul clima, è un fattore chiave nell'affermazione di una nuova filosofia di investimento. Lo stesso vale per il processo di creazione e diffusione di attività ad impatto che siano di sostegno agli imprenditori nella propria ricerca di capitali. Entrambi i fattori sono decisivi per far crescere significativamente e in modo esponenziale, piuttosto che linearmente, la cosiddetta "economia dell'impatto". L'informazione sui prodotti a impatto dovrebbe essere disponibile e trasparente in modo da raggiungere una platea di investitori più ampia rispetto a quella attuale: la mancanza di informazioni adeguate e di consulenza specializzata su prodotti *impact* rappresentano due importanti ostacoli alla diffusione di tali operazioni; a ciò si aggiunge, secondo la stessa autrice, la difficoltà nell'individuare attività sufficienti a rispondere in modo pienamente aderente al requisito dell'impatto. La realizzazione di piattaforme di finanziamento regolamentate, note come borse sociali (*social stock*) o mercati ad impatto (*impact exchange*), è stata proposta come un passo necessario verso la cosiddetta "democratizzazione" e diffusione dell'*impact investing*, in quanto utile a facilitare il processo di ricerca di attività per gli investitori e di accesso al capitale per gli imprenditori. Con riguardo alle borse sociali, le prime forme sono nate nel Regno Unito, negli Stati Uniti, in Canada e a Singapore, insieme ad altre di dimensioni più contenute in Brasile, Sud Africa e Kenya; numerosi contributi in letteratura affermano, da tempo, che potrebbero contribuire positivamente alla creazione di un mercato efficiente per il segmento dell'*impact investing* (Mendell and Barbosa, 2013).

Grabenwarter (2017) è critico nel denunciare che, spesso, investimenti finanziari puri sono presentati sotto la falsa veste di operazioni a impatto, non essendo stato in realtà superato il divario tra le reali caratteristiche dell'*impact investing* e la sua percezione da parte degli investitori. Lo scollamento tra, da un lato, il capitale a impatto raccolto e, dall'altro, l'impatto necessario per superare le sfide sociali da affrontare a livello globale è, per l'autore, ancora preoccupante: mentre si sta celebrando la quantità sempre crescente di capitale impiegato negli strumenti dell'*impact investing*, si tende a trascurare l'impatto limitato che questo capitale sta effettivamente producendo. L'autore propone, allora, una nuova forma che definisce di "*impact first investing*", per cui anziché applicare semplicemente un filtro di *screening* negativo che cerchi di identificare, all'interno di un *pool* di opportunità di investimento a impatto casuale, quelle che incontrano un determinato profilo di rischio/rendimento, l'attenzione deve essere sul finanziamento di so-

luzioni concrete di impatto: una volta individuate, le soluzioni a impatto devono essere tradotte in strumenti finanziari che combinino i profili di rischio/rendimento di uno spettro sufficientemente ampio di investitori, al fine di ottenere una determinata soluzione di impatto nella quale investire. Per gli attori del settore dei servizi finanziari, un nuovo approccio di questo tipo all'*impact investing* potrebbe creare, secondo l'autore, opportunità senza precedenti per migliorare la propria competitività attraverso il *design* dei prodotti. Infine, un approccio d'investimento mirato a soluzioni concrete di impatto, che non solo fanno parte di una decisione d'investimento bidimensionale, ma sono in realtà poste al centro della progettazione dello strumento finanziario stesso, renderebbe ridondante gran parte del dibattito sulle metriche di impatto.

Sulla stessa linea interpretativa, Boubaker *et al.* (2017) affermano che il tema dell'"impatto prima di tutto" è troppo spesso ridotto a un dibattito sul compromesso tra impatto e rendimento finanziario di un investimento: piuttosto, ciò di cui vi è bisogno è un approccio di investimento guidato dalla soluzione, che metta l'impatto sociale al centro nella progettazione degli strumenti di investimento. Trovare soluzioni di finanziamento per soddisfare gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite è diventato un requisito non negoziabile per la sostenibilità della società e, quindi, per la competitività economica a qualsiasi livello – dalla micro-prospettiva degli imprenditori alla macro-prospettiva delle economie nazionali, in un contesto globale. Se la necessità di raggiungere gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile, tuttavia, non è negoziabile, il modo per raggiungerli risiede nell'intelligenza applicata nella progettazione di strumenti finanziari che siano in grado di collegare le esigenze di finanziamento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile allo spettro dei profili di rischio disponibili nei mercati finanziari. Solo se la comunità dell'*impact investing* riuscirà a far fronte a questa sfida, si potrà affermare con giusta causa che tali operazioni possono offrire un contributo decisivo alla sostenibilità della società e del pianeta; altrimenti, si lascerebbe che il contributo fosse limitato al risultato casuale di singole strategie di *asset allocation*. Gli autori si pongono, inoltre, una domanda che mette in evidenza come il rischio percepito dagli investitori rispetto a opportunità di investimento in strumenti di tipo *impact* possa rappresentare un limite importante alla reale affermazione di tale segmento: "Chi sarà pronto a sopportare i molteplici rischi associati agli investimenti in soluzioni sociali in paesi che comportano notevoli rischi macroeconomici e politici, o in progetti con una prevedibilità molto bassa dei rischi della controparte?", si chiedono senza maschera. Gli stessi autori individuano, quindi, una possibile risposta nel ruolo delle *Development Finance Institutions*, DFI, che per propria natura

hanno obiettivi, competenze e mezzi idonei a realizzare una progettazione degli strumenti finanziari che siano concretamente orientati al raggiungimento di un impatto sia a livello delle economie nazionali che a livello globale. L'approccio nell'intervento di tali istituzioni dovrebbe essere di tipo collaborativo e non competitivo rispetto al settore privato: in definitiva, le istituzioni finanziarie di sviluppo possono realizzare la propria sussidiarietà al settore privato e offrire un reale valore aggiunto al sistema finanziario attraverso competenze e capacità in termini di assunzione di rischi.

Toussaint (2018), riprendendo il problema dei "ricchi e poveri" come definito da Andrew Carnegie in un suo famoso saggio del 1889, esamina in maniera critica lo strumento dei SIB, elogiato in America come possibile soluzione a molte sfide sociali non risolte dai programmi pubblici di assistenza sociale, tradizionalmente sottofinanziati. L'autore espone quelli che ritiene essere i principali difetti inerenti alla progettazione del modello SIB, tra cui l'enfasi sulle strategie di sviluppo economico basate sul mercato, che limitano il ruolo primario del governo nella protezione e nel progresso per il bene pubblico; lo stesso autore, evidenzia, quindi, come sia necessario rivedere le caratteristiche di tali operazioni al fine di renderle uno strumento efficace per generare impatto sociale.

Lee *et al.* (2019), facendo seguito ad una recente letteratura (Luo e Kaul, 2018) per cui le organizzazioni orientate al mercato agevolano la risoluzione di problemi sociali, cercano di comprendere la cosiddetta *outcome efficiency* di queste operazioni, intendendo per *outcome efficiency* quelle soluzioni che investono l'ammontare minimo di capitale necessario a produrre la combinazione più favorevole di ritorno finanziario e beneficio sociale. Gli autori osservano che la categorizzazione degli strumenti deve essere condotta con massima attenzione, altrimenti si rischia di compromettere l'efficienza delle operazioni.

La letteratura che approfondisce lo studio delle caratteristiche dei prodotti della finanza ad impatto sembra convergere verso un orientamento che riconosce nell'ingegnerizzazione dei prodotti un motivo decisivo per agevolare la diffusione di tali operazioni e attenuare le difficoltà relative alla misurazione dell'impatto.

#### **1.4. La misurabilità dell'impatto delle operazioni**

L'integrazione degli impatti ambientali, sociali e di *governance* nel processo decisionale in materia di investimenti e finanza e, in particolare, l'attenzione alla cosiddetta componente *upside* dell'*impact investing* ESG (po-

sitivo) è un campo di ricerca in forte evoluzione. Allo stadio attuale, sono ancora gli operatori a svolgere un ruolo centrale nel guidare il processo di valutazione d'impatto e la sua integrazione negli investimenti e nella finanza (Wendt, 2017): ciò ha vari motivi, che vanno dalla gestione efficace dei rischi alla protezione della reputazione, alla necessità di affrontare le richieste degli stakeholder. Il processo è particolarmente evidente sul versante del credito, in cui le collaborazioni tra la Banca mondiale, le società finanziarie internazionali, gli altri attori multilaterali e il settore del *private banking* hanno contribuito allo sviluppo di standard ESG relativamente coerenti (spesso indicati come "Global Administrative Law"). È diventata sempre più la norma per le istituzioni bancarie di sviluppo internazionali, comprese le banche multilaterali di sviluppo (*Multilateral Development Banks*, MDB) e molti finanziatori del settore privato, adottare politiche di salvaguardia ambientali, sociali e di *governance* complete e standard per circoscrivere i progetti e le attività che finanziano. Ciò vale, in particolare, per il finanziamento di grandi progetti infrastrutturali nei paesi in via di sviluppo o nelle economie in transizione. Per le banche internazionali, è oggi buona prassi integrare le considerazioni ambientali, sociali e di *governance* nel processo del credito. Per la finanza di progetto e di struttura, i Principi dell'Equatore (*Equator Principles*) rappresentano un punto di riferimento per determinare, valutare e gestire il rischio ambientale e sociale nelle attività finanziarie internazionali; in aggiunta, nel settore finanziario e bancario, si stanno sviluppando altre pratiche di gestione ambientale e sociale responsabili come i *Carbon Principles* o la *Cross-Sector Biodiversity Initiative*.

Il ritmo con cui gli investimenti sostenibili stanno lasciando la loro nicchia per entrare nei normali mercati finanziari negli ultimi anni è accelerato: ne sono evidente prova i prodotti della finanza verde che, soprattutto dopo la COP21 (Conferenza sul clima di Parigi, 2015), sono cresciuti rapidamente in numero, spinti dalla domanda da parte degli investitori istituzionali e al dettaglio, che integreranno sempre più le considerazioni ESG nel loro rapporto fiduciario. Tuttavia, spesso si verifica che le espansioni del mercato incorporino ambiguità e rischi che si traducono in investimenti inadeguati o mal informati. Per far fronte a tali criticità e agevolare l'espansione della finanza sostenibile e ad impatto, la priorità politica dovrebbe essere, quindi, l'elaborazione di un quadro uniforme per definire chiaramente il fenomeno e costruire una metrica comune per valutare l'impatto degli strumenti che mirano alla mitigazione del clima e al raggiungimento di altri obiettivi ambientali e sociali (Moliterni, 2018). Questi sono i temi centrali del recente piano d'azione della Commissione Europea sulla finanza sostenibile. Il Rapporto 2020 del Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) fornisce la fotogra-

fia più aggiornata dello stato dell'investimento sostenibile (*sustainable investing* o *Sustainable and Responsible Investment*, SRI) a livello mondiale. Sebbene il mercato degli investimenti sostenibili sia stato tradizionalmente guidato dagli investitori istituzionali, c'è un interesse crescente verso tale comparto anche da parte degli investitori privati: il Rapporto GSIA indica che in Canada, Europa e Stati Uniti d'America la quota di investimenti di tipo SRI detenuta da investitori privati è quasi raddoppiata; inoltre, sebbene le strategie più diffuse rimangano quelle dell'integrazione ESG e della selezione negativa e normativa, gli approcci degli investimenti a impatto e tematici di sostenibilità sono quelli che presentano i tassi di crescita più elevati. La domanda da parte dei clienti è sicuramente un fattore chiave nella diffusione di tali forme di investimento; altro aspetto rilevante è il comportamento degli *asset manager*, con particolare riguardo al rispetto da parte degli stessi degli obblighi fiduciari nei confronti della clientela (*fiduciary duty*). In Europa, molti *asset manager* dichiarano di tenere presente le indicazioni dei criteri ESG nelle proprie scelte di composizione dei portafogli di investimento della clientela, interpretando tale atteggiamento come parte di un rapporto fiduciario correttamente impostato, pur in assenza di un obbligo prescrittivo in tale direzione. Nel tempo, inoltre, l'integrazione dei fattori ESG nelle scelte finanziarie si è rivelato un modo per ottenere ripercussioni positive anche in termini di riduzione della rischiosità delle operazioni.

Molti autori approfondiscono, quindi, il caso dei prodotti della finanza verde, richiamando tuttavia l'attenzione sui rischi connessi alla diffusione di tali strumenti: in particolare, si fa riferimento alla possibilità di una bolla finanziaria e alle ripercussioni, soprattutto in termini reputazionali, che il c.d. *greenwashing* potrebbe procurare. In aggiunta, queste criticità potrebbero non restare limitate alla finanza verde, ma essere estese anche all'universo degli investimenti socialmente responsabili e ad impatto.

L'investimento sostenibile, come definito da GSIA, non distingue tra adozione di criteri ESG e investimenti strettamente collegati a tematiche ambientali; tuttavia, considerare solo le tematiche ambientali quale perimetro definitorio del fenomeno sarebbe riduttivo: l'adozione di criteri di investimento ESG mira, infatti, a promuovere una forma di finanza che contribuisca a raggiungere obiettivi di sviluppo sostenibile, genericamente inteso come promozione di una crescita stabile e inclusiva.

Il motivo della misurabilità dell'impatto quale determinante nella definizione dell'*impact investing* è affrontato da Brandstetter e Lehner in un lavoro del 2015; gli autori evidenziano, innanzitutto, la complessità dell'interazione tra agenti, strumenti e regolamenti; sottolineano, quindi, come l'individuazione e la diffusione di metriche standardizzate per la quantificazione



dell'impatto siano un prerequisito essenziale per l'inclusione degli investimenti ad impatto nei portafogli degli investitori istituzionali tradizionali. I benefici che ne risulterebbero per il settore sociale e ambientale sarebbero significativi; inoltre, la *performance* complessiva dei portafogli misti migliorerebbe, sia in termini di attenuazione del rischio che di sostenibilità, in ragione della bassa correlazione degli investimenti ad impatto con quelli di tipo tradizionale. Gli autori propongono, quindi una soluzione che integra il tradizionale modello di ottimizzazione Markowitziano con fattori ESG, attraverso l'uso di approcci Black-Litterman, sulla scia di quanto sostenuto in studi precedenti (e.g. Geobey *et al.*, 2012; Lyons e Kickul, 2013).

La ricerca in tema di *impact investing* sembra, oggi, essere sul punto di voler superare la fase cosiddetta “pre-paradigmatica”, propria dello studio esplorativo, per virare verso l'indagine scientifica vera e propria, come dimostra il numero crescente di lavori empirici pubblicati in materia; tuttavia, la metodologia più utilizzata è ancora quella del caso di specie, singolo o multiplo, per cui pervenire a evidenze robuste nei risultati rimane ancora difficile, soprattutto in riferimento allo sviluppo delle metriche di impatto (Anirudh e Hockerts, 2021).

## Conclusioni

I tentativi di formulare una definizione precisa e chiara dell'*impact investing* sono numerosi, sia nella letteratura accademica (per l'evoluzione storica del fenomeno, si veda, tra gli altri, il lavoro di Treslad, 2016; per una rassegna della letteratura, il contributo di Clarkin e Cangioni, 2016 ), che da parte degli operatori di settore e delle istituzioni nazionali e sovranazionali: tra gli altri, il rapporto OCSE del 2015, *Building the Evidence Base*, ha cercato di fissare un set di caratteristiche per differenziare gli investimenti a impatto sociale dagli investimenti tradizionali; in particolare, sono state individuate le seguenti sette caratteristiche distintive: aree di intervento sociale; contesto dei beneficiari; bene/servizio; organizzazione erogatrice; misura di impatto sociale; intenzione dell'investitore; aspettative di rendimento. Per ciascuna caratteristica sono stati, quindi, specificati i relativi attributi, in relazione agli strumenti della finanza ad impatto: con riguardo alle aree di intervento sociale, sono state individuate le cosiddette aree sociali centrali, come disuguaglianze, povertà, istruzione, disabilità, salute, edilizia sociale, disoccupazione; in relazione al contesto dei beneficiari, sono stati individuati la popolazione a rischio per demografia sociale, l'ubicazione geografica o il reddito; per la caratteristica del bene/servizio, gli attributi sono né completamente pubblico né completamente