

# IL CONTRIBUTO DELLE DISCIPLINE ESTIMATIVE A SUPPORTO DEGLI STRUMENTI DI SOCIAL IMPACT INVESTMENT: MODELLI E METRICHE PER LA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO SOCIALE

*Il potenziale dei Social Impact Bond come strategia di  
finanziamento degli investimenti nel social housing*

Chiara D'Alpaos

- ✓ Analizzare le potenzialità dei SIB nel favorire gli investimenti in social housing
- ✓ Analizzare in quale misura il modello dei SIB rappresenti un riferimento per innovare i tradizionali modelli di PPP, attraverso l'introduzione di focus specifici relativi alla creazione di valore sociale

La questione abitativa in Italia ha acquisito negli ultimi anni un ruolo di primo piano nell'ambito del dibattito pubblico, essendo il nostro Paese caratterizzato da un'incidenza della proprietà prossima al 70% e da un mercato delle locazioni poco dinamico

A seguito della crisi finanziaria e della conseguente stretta creditizia, il problema abitativo riguarda un numero crescente di individui che, pur godendo di una certa stabilità da un punto di vista reddituale, hanno difficoltà ad accedere al mercato abitativo

Le fasce di popolazione ricadenti nella «fascia grigia» trovano nell'edilizia sociale uno strumento di sostegno fondamentale per accedere al bene casa

A partire dal 2008 (DL 112/2008, art. 11) vi è stata unanimità di convergenza circa la necessità di implementare un vasto programma di edilizia sociale che persegua obiettivi di carattere sociale, economico e ambientale e sia ispirato ad un criterio di assegnazione basato su un modello targeted di tipo generalista

Stante la scarsità di risorse finanziarie pubbliche, il problema principale rimane quello legato ai costi di implementazione del programma e alla capacità di attrarre capitali privati per finanziare gli investimenti

È quindi fondamentale individuare strategie di finanziamento che favoriscano l'accelerazione e il numero degli investimenti

In tale contesto, l'Impact Investing può contribuire in maniera significativa al finanziamento e alla realizzazione di attività:

- ✓ in linea con gli Obiettivi di Sostenibilità fissati dalle Nazioni Unite al 2030 (Sustainable Development Goals)
- ✓ in grado di assicurare un ritorno finanziario agli investitori
- ✓ in grado collocarsi in posizione intermedia tra le strategie financial first e la filantropia o le donazioni per attività impact only

## Impact investing e social housing

---

L'ampliamento dell'offerta di abitazioni accessibili ed efficienti dal punto di vista energetico alle classi medio-basse è una priorità a livello nazionale e globale

Tale ampliamento di offerta può generare nuove opportunità di investimento anche in una logica di Corporate Social Responsibility (CSR)

*... è l'impegno del business nel contribuire ad uno sviluppo economico sostenibile, lavorando con i lavoratori, le loro famiglie, la comunità locale e la società in generale per migliorare la qualità della vita*

*World Business Council for Sustainable Development (WBCSD)*

*... è l'integrazione di tutte le operazioni di mercato e di tutti i valori in cui sono rispettati gli interessi di tutte le parti coinvolte, includendo i clienti, i dipendenti, i finanziatori e l'ambiente*

*Corporate Social Responsibility Newswire*

## *Impact investing e finanziarizzazione del welfare*

---

L'espressione Impact Investing è stata coniata al di fuori dell'ambito accademico nel 2007 durante un meeting indetto dalla Rockefeller Foundation (Harji e Jackson, 2012)

Gran parte della letteratura sull'argomento è costituita da contributi non accademici (Hochstadter e Scheck, 2015)

L'impact investing si colloca al centro del continuum i cui estremi sono l'investimento e la filantropia nelle loro forme "pure" (massimo rendimento finanziario con nessuna preoccupazione per l'impatto sociale o ambientale il primo, viceversa la seconda)

Precursori (Trelstad, 2016):

- ✓ pratiche di Socially Responsible Investing (SRI) dal lato dell'investimento
- ✓ prime sperimentazioni di investimento con "ritorno sociale" – Program-Related Investments (PRIs), microcredito, investimenti Environmental Social Governance oriented (ESG) dal lato della filantropia

L'Impact investing è quindi il nodo centrale dell'intreccio tra l'azione filantropica e la creazione e gestione di asset finanziari basati su beni e/o servizi dedicati al soddisfacimento di diritti sociali fondamentali

## *Impact investing e finanziarizzazione del welfare*

---

Il mercato dell'Impact Investing è ancora in fase di istituzionalizzazione e il suo sviluppo è attualmente trainato dai Paesi anglosassoni

O'Donohoe et al (2010) hanno stimato che il potenziale dell'investimento di impatto possa oscillare (entro il 2020) tra i 400 e i 1000 miliardi di dollari

Una recente indagine rivela che il capitale investito nella finanza di impatto ha già raggiunto un ammontare di 114 miliardi di dollari (GIIN, 2017)

Nei paesi del nord del mondo gli investimenti di impatto intervengono su emergenze o problemi sociali non risolti per i tagli dei finanziamenti pubblici e il ridimensionato apporto di risorse a fondo perduto da parte delle fondazioni

Tuttavia, il welfare resta, a livello globale, un settore di investimento marginale:

- ✓ i due settori di welfare più coinvolti sono l'housing (11%) e la sanità (8%), ma entro queste categorie si ritrovano programmi molto diversi (Caselli e Rucco, 2018)

La finanza di impatto è stata presa seriamente in considerazione dagli investitori istituzionali soltanto a partire dal 2013, lancio della Task Force del G8 sull'investimento d'impatto ad opera del Primo Ministro inglese David Cameron

L'espansione di questo mercato è dovuta alla necessità di reperire nuove risorse finanziarie per i sistemi di protezione sociale europei

e

alla sua capacità di far entrare nel mondo delle politiche sociali la cultura e gli strumenti della misurazione dell'impatto attraverso l'adozione dell'approccio cosiddetto delle *evidence-based policies* (EBP)

Per il successo di programmi di finanza di impatto diventa quindi centrale la creazione di metriche e sistemi di determinazione degli obiettivi e dei risultati dei programmi (tema ampiamente dibattuto in letteratura)

Nuovo dibattito sui problemi derivanti dall'interferenza da parte di attori finanziari nella determinazione delle priorità in materia di politiche sociali (Bengo e Caloni, 2016)



## *Impact investing e finanziarizzazione del welfare*

---

Nasce l'opportunità di creare una particolare nicchia di servizi di welfare che si sviluppano in settori ad alta intensità di capitale e con buone possibilità di remunerazione, in primis **housing** e sanità (Caselli, 2015; 2016):

- ✓ nuova opportunità imprenditoriale per il settore Non-Profit in crisi per la drastica diminuzione di fondi (pubblici e privati) a fondo perduto
- ✓ nuova opportunità di diversificazione del portafoglio per investitori istituzionali

In area anglosassone le fondazioni, gli enti di beneficenza e gli attori governativi hanno giocato un ruolo fondamentale nell'avvio dei primi investimenti di impatto e successivamente gli intermediari finanziari specializzati hanno portato nuovi soggetti nel mercato

In Italia invece sono le banche (sia etiche sia commerciali) e le organizzazioni del terzo settore a giocare un ruolo primario nell'apertura del mercato dell'impact investing (Michelucci, 2016)

In Italia è particolarmente rilevante il fenomeno degli investimenti correlati alla missione (MRI) operati dalle fondazioni di origine bancaria, che hanno avuto una crescita straordinaria negli ultimi dieci anni, in contrapposizione con il trend delle erogazioni a fondo perduto in costante diminuzione

## *I Social Impact Bond*

I SIB sono un prodotto finanziario nato in ambito anglosassone e assurto a simbolo dell'impact investing nel campo del welfare

La loro sperimentazione in Italia è ancora in fase embrionale a differenza dei fondi immobiliari per l'housing sociale nei quali l'Italia ha una consolidata esperienza (l'Italia è al terzo posto nella classifica delle iniziative di impact investing a livello mondiale grazie al Sistema Integrato di Fondi di Housing Sociale con una capitalizzazione di circa 3 miliardi di euro)

I SIB sono dedicati alla realizzazione di investimenti di rilevante interesse pubblico che generano una remunerazione positiva per i sottoscrittori solo nel caso in cui l'impatto sociale dell'investimento (opportunamente misurato) sia positivo

Dal punto di vista finanziario sono obbligazioni del tipo "Pay by Result" o "Pay by Success"

I SIB non sono titoli obbligazionari (bond) in senso stretto:

- ✓ il modello finanziario e il profilo dei flussi generati non sono riconducibili a quelli di una obbligazione standard (plain vanilla), con una remunerazione fissa (cedola) e la restituzione certa (salvo fallimento dell'emittente) del valore nominale del capitale prestato a scadenza

Il rendimento del SIB è variabile come il prezzo di un'azione che varia in funzione della performance dall'impresa

La remunerazione è legata ai risultati dell'attività finanziata in termini di valore creato per la società

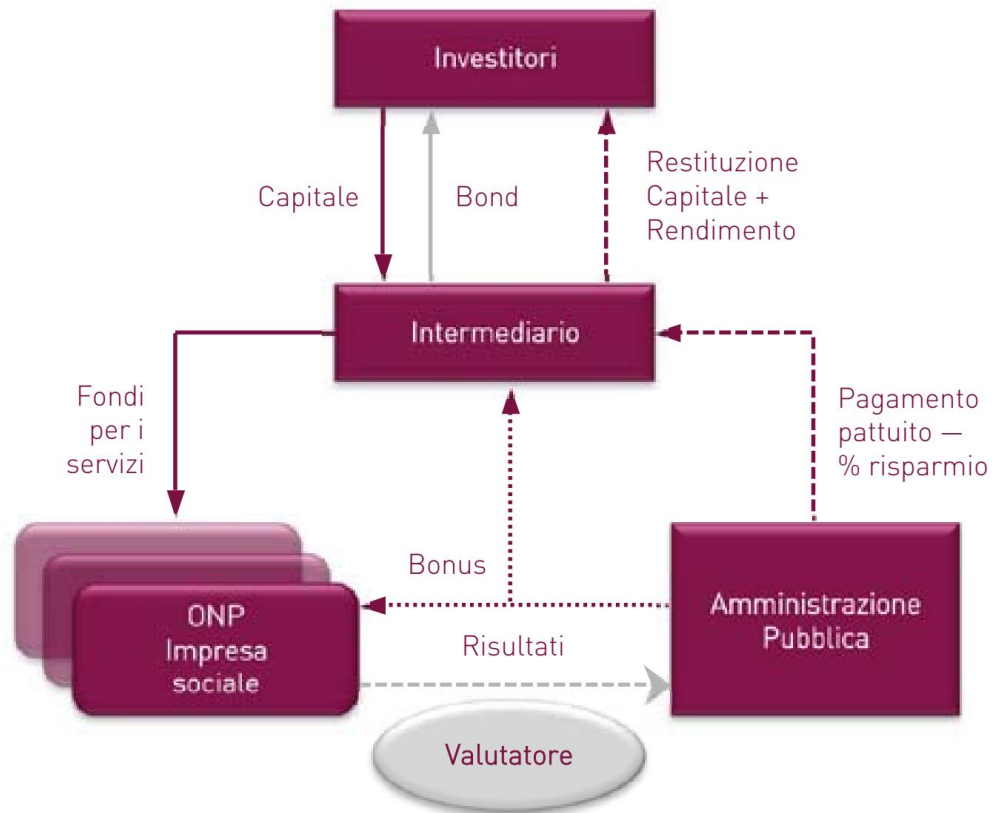
I SIB sono strumenti finanziari sofisticati al pari dei derivati

La complessità dello strumento in questo caso non è legata alla rete di relazioni tra gli attori che prendono parte al processo e che sono legati da una partnership, riconosciuta anche sotto il profilo contrattuale, in cui alla variabile "rischio finanziario" di un investimento tradizionale si aggiunge la variabile "fiducia" tra i partner che prendono parte al gioco

- ✓ l'investitore crede nelle capacità di un certo fornitore di servizi sociali di raggiungere un certo risultato
- ✓ la Pubblica Amministrazione (PA) crede che il servizio innovativo abbia un valore anche in termini economici
- ✓ tutti gli attori confidano nella validità e certezza delle rilevazioni statistiche (effettuate da una parte terza indipendente) necessarie a misurare la performance del servizio
- ✓ tutti gli attori hanno fiducia nelle controparti per il rispetto degli obblighi contrattuali

## I Social Impact Bond

Il sottostante è un'attività nel campo dell'innovazione sociale: l'investitore scommette sulla capacità di una attività di generare valore sociale ed economico (reale non finanziario), ovvero di generare un impatto positivo certo per la comunità di riferimento, per la PA e per i beneficiari diretti del servizio sociale che viene erogato



## *I Social Impact Bond*

Il SIB è uno strumento ad alto potenziale in quanto può garantire il finanziamento di programmi innovativi che al momento non vengono implementati dalle PA per mancanza di fondi o per avversione al rischio

La condizionalità della remunerazione offre la possibilità alle Pubbliche Amministrazioni di ridurre i rischi e di non sostenere spese dirette per gli investimenti, accantonando risorse finanziarie per pagare successivamente la quota di remunerazione dovuta agli investitori in caso di raggiungimento degli obiettivi

Emergono tuttavia delle criticità che potrebbero renderlo inattuabile

All'origine di una partnership di SIB, deve esistere da parte del promotore una conoscenza approfondita del contesto e della problematica sociale su cui intervenire e il SIB deve fondarsi sulla costruzione di una rete solida di attori che limiti le asimmetrie informative e faciliti l'investimento in attività di innovazione sociale:

- ✓ chiara identificazione della popolazione target
- ✓ sistema affidabile di misurazione dei risultati conseguiti (presupposto essenziale del contratto tra PA e intermediario)
- ✓ PA determinata ad affrontare problematiche sociali con un orientamento programmatico di lungo periodo, non vincolato al ciclo politico
- ✓ investitori che almeno in una prima fase siano più interessati al valore sociale che al rendimento finanziario tout court

Il rischio è tutto allocato in capo agli investitori:

- ✓ la PA non deve sostenere elevati costi iniziali e ha come unico onere quello di immobilizzare, per il periodo corrispondente alla durata del progetto, le somme per eventualmente ripagare il SIB
- ✓ i fornitori dei servizi sociali vengono pagati per le prestazioni rese anche se non raggiungono l'obiettivo
- ✓ i valutatori vengono pagati comunque per le loro prestazioni professionali
- ✓ l'intermediario o la società di scopo trattiene le commissioni a copertura dei propri costi prelevandole direttamente dal capitale raccolto presso gli investitori

Tutto il sistema si regge, in sintesi, sulla leva reputazionale

Questa criticità è confermata dal fatto che in casi studio analizzati in letteratura esistono delle garanzie a copertura dell'investimento, prestate da fondazioni o fondi pubblici che hanno stanziato un ammontare di risorse a fondo perduto

Così la natura del SIB viene del tutto stravolta:

- ✓ non si tratta più di uno strumento “win-win” che garantisce un vantaggio a tutte le parti coinvolte, ma di un meccanismo di leva finanziaria che si rende possibile solo in presenza di un fondo di garanzia

## *I Social Impact Bond*

---

La questione più interessante è dunque capire se lo strumento può comunque funzionare in assenza di garanzie sull'investimento e se il livello di rischio per gli investitori può essere ridotto

Il rischio di fallimento del programma è dovuto al modello di intervento: l'intermediario è il soggetto che dovrebbe farsi carico del rischio di aver proposto alla PA un modello di intervento rivelatosi non idoneo ed efficace nel contesto di riferimento

Il rischio di implementazione è dovuto all'incapacità dei fornitori di gestire al meglio gli interventi: i fornitori devono farsi carico almeno in parte del rischio di insuccesso, ovvero di non raggiungere i risultati

Il rischio di intermediazione si corre in assenza di un operatore specializzato con forti competenze multidisciplinari, capitale sociale e forti relazioni con il mondo del Terzo settore: l'intermediario deve convincere le parti con cui sigla i contratti principali delle buone possibilità di esito positivo dell'operazione

Il rischio politico si presenta nel caso di incapacità della PA di far fronte ai pagamenti dovuti per il successo dell'iniziativa

Il rischio finanziario dell'operazione, in assenza di coperture o garanzie, ricade interamente sugli investitori. In queste condizioni difficilmente un investitore, se pur con un profilo sociale, sarebbe disposto a partecipare all'operazione

## Considerazioni conclusive - pro

I SIB rappresentano un tentativo di grande valore di percorrere nuove strade nella vasta area della collaborazione tra soggetti pubblici e privati nell'erogazione di servizi sociali

Il meccanismo di remunerazione degli investitori previsti dai SIB:

- ✓ impone una rigorosa metodologia di misurazione dei risultati: questo può portare a un significativo miglioramento dell'efficacia degli interventi sociali
- ✓ stimola gli operatori sociali a un approccio al progetto orientato all'innovazione e all'efficienza, che può portare a una selezione del sistema di offerta basata su fattori competitivi
- ✓ garantisce un sistema più trasparente nell'utilizzo delle risorse pubbliche, ancorato a misurazioni chiare e tendenzialmente oggettive e verificabili

Il coinvolgimento degli investitori privati

- ✓ stimola l'innovazione anche nel campo finanziario (incrementando la gamma di strumenti a disposizione)
- ✓ rende possibile un ruolo attivo anche ai soggetti tradizionalmente estranei al perseguimento di fini sociali e aumenta la partecipazione e la condivisione di obiettivi di interesse pubblico
- ✓ attrae risorse aggiuntive rispetto a quelle altrimenti disponibili, consentendo un effetto di leva

La complessità del meccanismo produce un aumento del capitale sociale, misurato in termini di densità delle relazioni e di qualità dei legami fiduciari che li legano



## *Considerazioni conclusive - contro*

---

I SIB rimangono strumenti ampiamente perfettibili

I costi di transazione sono ancora molto alti

La ripartizione del rischio non è equa (ricade sugli investitori)

A fronte di un rischio elevato, gli investitori hanno un potere assai limitato e non hanno voce sulla gestione del progetto

I fondi di garanzia potrebbero avere una funzione più efficace se fossero quindi messi a disposizione di diversi progetti in sequenza, realizzando un effetto di moltiplicazione degli investimenti