

“ **IMPACT INVESTING** ”

*Trasformare la finanza  
per un cambiamento reale*

**MODELLI DI BUSINESS  
A IMPATTO,  
SOSTENIBILI FINANZIARIAMENTE  
E APPETIBILI**

Buone pratiche e casi studio

CON IL CONTRIBUTO FINANZIARIO DI BANCA D'ITALIA

Autore: Susanna Potenza  
con il contributo scientifico di Filippo Montesi e Laura Toschi

SIA Social Impact Agenda per l'Italia, 2023.

Licenza CC BY-NC-SA



In caso di estrazione e utilizzo di parti della pubblicazione citare la fonte come segue:

*“Modelli di business a impatto, sostenibili finanziariamente e appetibili. Buone pratiche e casi studio”* Susanna Potenza con il contributo scientifico di con il contributo scientifico di Filippo Montesi e Laura Toschi. SIA, 2023.

Contatti: [segreteria@socialimpactagenda.it](mailto:segreteria@socialimpactagenda.it)

Data di pubblicazione: gennaio 2023.

La versione elettronica di questa pubblicazione è disponibile sul sito [www.socialimpactagenda.it](http://www.socialimpactagenda.it).

ISBN: 979-12-81373-01-3

Social Impact Agenda per l'Italia è l'associazione di riferimento in Italia per la promozione della finanza a impatto (impact investing).

SIA è una rete di organizzazioni, in rappresentanza di investitori, imprese sociali, market builders e istituzioni filantropiche, che lavorano insieme per realizzare un nuovo modello di economia generativa di valore ambientale e sociale.

L'associazione opera attraverso attività di advocacy, ricerca, comunicazione e sviluppo del mercato. SIA è l'Advisory Board italiano del GSG - Global Steering Group for Impact Investment, movimento internazionale di promozione dell'impact investing nel mondo.

[www.socialimpactagenda.it](http://www.socialimpactagenda.it) | [segreteria@socialimpactagenda.it](mailto:segreteria@socialimpactagenda.it)

## **“Impact Investing: trasformare la finanza per un cambiamento reale”, un impegno comune**

**“Impact Investing: trasformare la finanza per un cambiamento reale”** è il progetto di ricerca e advocacy coordinato da Social Impact Agenda per l'Italia (SIA), con il contributo finanziario di Banca d'Italia.

**L'obiettivo** è contribuire alla diffusione della cultura e delle pratiche impact nella Pubblica Amministrazione, nel settore finanziario e nell'impresa come approccio di investimento che sostenga il rilancio dell'economia in maniera sostenibile.

L'insostenibilità dell'attuale modello di sviluppo economico e di benessere sociale richiede **innovazioni profonde e riforme radicali**, che incoraggino il settore finanziario a investire nell'economia reale in un'ottica di lungo periodo, a porre al centro la creazione di valore condiviso e a dotarsi di forme di governance coerenti con questi obiettivi. In questo contesto **la finanza a impatto si presenta come un elemento cruciale per rispondere alle crisi in atto**, promuovendo una nuova strategia di investimento che rigetta l'approccio di massimizzazione dei profitti a ogni costo e ne propone uno generativo, orientato alla risposta dei bisogni sociali e ambientali della collettività. Tuttavia il **mercato impact italiano**, benché in rapida espansione con 8 miliardi di euro investiti nel 2019, richiede un sostegno ancora maggiore per continuare a crescere.

Da qui l'iniziativa di SIA che, attraverso il progetto di ricerca, intende **approfondire** alcuni temi relativi al funzionamento di tale mercato e **avvicinare** gli attori economici, offrendo loro occasioni di discussione, confronto e ampliamento delle competenze, che rendano maggiormente individuabili e percorribili opportunità di investimento impact.

Il percorso di lavoro, avviato nel maggio 2022, ha fin qui coinvolto in un Tavolo di Lavoro nazionale oltre settanta tra **professionisti e professioniste** provenienti dal mondo della **PA** e degli **investitori istituzionali**, delle **banche**, delle **università** e dei centri di ricerca fra i più importanti in Italia, dei **fondi di investimento** e delle **fondazioni**, delle **imprese for profit** e di quelle **sociali**, così come delle **associazioni di promozione sociale** e delle **onlus**.

Articolato in tre filoni di lavoro, il Tavolo ha reso possibile l'emersione di linee di azione prioritarie su "**Modelli di business** sostenibili e finanziabili"; "Standard e metodi di **misurazione e rendicontazione dell'impatto**"; "**Politiche Pubbliche di sviluppo e incentivi** alla finanza a impatto".

I risultati completi della ricerca, che integra quanto emerso dal Tavolo di Lavoro, sono restituiti attraverso la serie di report di ricerca "**Impact Investing: trasformare la finanza per un cambiamento reale**" di cui la presente pubblicazione è parte integrante.

*I report di ricerca del progetto "Impact Investing: trasformare la finanza per un cambiamento reale" non sono un punto di arrivo, ma una tappa importante in un percorso di transizione profonda e comune per l'ecosistema italiano, **SIA rinnova da qui il suo impegno**, con la preziosa e imprescindibile collaborazione degli stakeholder istituzionali, economici e sociali, per individuare precise e possibili azioni trasformative della finanza, dei modelli di business e delle policy, a vantaggio delle nostre comunità, siano esse più o meno prossime.*

*Buona lettura!*

*Il team SIA*

Per commenti e idee di collaborazione  
scriveteci a [segreteria@socialimpactagenda.it](mailto:segreteria@socialimpactagenda.it)



# SOMMARIO

INTRODUZIONE

p. 11

**1**

ANALISI DELLA LETTERATURA

- 1.1 La domanda di capitali impact: i principali attori
- 1.2 La scalabilità dei modelli di business a impatto

p. 15  
p. 17

**2**

METODOLOGIA

- 2.1 Fonti e metodologia di analisi
- 2.2 Svolgimento del Tavolo di Lavoro SIA

p. 21  
p. 23

**3**

RISULTATI

- 3.1 Un primo confronto fra letteratura e operatività
- 3.2 I principali temi emersi dal Tavolo di Lavoro
- 3.3 Fattori di successo e criticità
- 3.4 Il ruolo del settore pubblico

p. 25  
p. 28  
p. 36  
p. 44

**4**

LINEE DI AZIONE

p. 47

**5**

DISCUSSIONE DEI RISULTATI

p. 55



BIBLIOGRAFIA

p. 57

CREDITS

p. 63

APPENDICE: CASI DI STUDIO

p. 66



# INTRODUZIONE

La presente ricerca si colloca all'interno del progetto "**Impact investing: trasformare la finanza per un cambiamento reale**", realizzato da Social Impact Agenda per l'Italia, con il contributo di **Banca d'Italia**.

Articolata su tre filoni principali, l'**obiettivo** della ricerca in oggetto è duplice: (i) analizzare i motivi alla base delle difficoltà riscontrate dai modelli di business a impatto nel raggiungere livelli di scala adeguati o nel risultare appetibili agli occhi degli investitori, per poter raccogliere i capitali necessari per la loro crescita, e (ii) identificare le variabili che hanno consentito il successo di alcuni business, identificando quindi delle **best practice**.

Quando ci si riferisce ai modelli di business e di raccolta di capitali, è opportuno dividere l'oggetto d'attenzione in due parti: l'offerta, rappresentata da investitori e finanziatori, e la domanda, costituita dall'insieme di progetti, imprese, enti in cerca di capitali.

L'obiettivo della ricerca è analizzare alcuni casi studio di successo che possano sostenere la letteratura esistente, così da coniugare una dimensione più teorica con una pratica e applicata. È, infatti, tramite uno stretto dialogo con la realtà che è possibile fornire supporto agli operatori nello sviluppo del settore. Più specificatamente, i casi in oggetto sono stati analizzati cercando di estrapolare fattori abilitanti al successo e, al contempo, criticità. Sono stati

inoltre evidenziati i fattori riscontrati con maggiore frequenza e dai quali sono state stilate **una serie di proposte** che delineano alcune **linee d'azione** utili allo sviluppo dell'ecosistema dell'**impact investing** italiano, che mostra peculiarità rispetto a quello di altri Paesi europei.

Da un punto di vista metodologico, è stato costituito un Tavolo di Lavoro con i principali stakeholder, che si è riunito in tre incontri affrontando una serie di domande che hanno permesso di approfondire aspetti definitivi, fattori di successo e barriere legate allo sviluppo di modelli di business sostenibili e a impatto sociale. In particolare:

## I. Apparato definitorio

- ▶ Quali elementi caratterizzano il concetto di modello di business?
- ▶ Quali aspetti assumono maggiore rilevanza durante una prima analisi di un modello di business?

## II. Fattori di successo

- ▶ Nello sviluppare o fare scouting di modelli di business di successo, quali elementi sono ricercati in modo imprescindibile?
- ▶ Pensando a casi di successo (investiti/fortemente investibili), ci sono tratti ricorrenti che possono essere sistematizzati?

## III. Barriere

- ▶ Pensando a modelli di business difficilmente investibili, quali elementi hanno costituito un ostacolo al loro sviluppo?

<sup>1</sup> È importante specificare che, nel corso del report, il successo andrà inteso principalmente in senso economico e di business, più che nel senso dell'impatto, in modo da evidenziare la sostenibilità economica dei casi sociali analizzati.



#### **IV. Specificità del contesto sociale**

► Quali delle variabili menzionate nei punti precedenti sono specifiche del mondo “a impatto” e non si riscontrano in altri contesti?

Il Report è strutturato come segue: un primo capitolo mostra l'analisi della letteratura, implementata con lo scopo di creare un framework teorico per l'oggetto d'analisi, nel capitolo successivo viene presentata la metodologia adottata nella ricerca e le variabili raccolte. Una terza sezione racconta i casi di successo e le linee guida derivate, mentre la discussione finale evidenzia le criticità dell'analisi e i possibili sviluppi futuri.





# ANALISI DELLA LETTERATURA

Ancor prima di entrare nelle implicazioni e nel significato del concetto di “**scalabilità**” di un modello di business a impatto, è bene definire alcune caratteristiche tipiche dell’**impact investing**.

In tal senso, è importante definire le tipologie di attori, in particolare per la cosiddetta “domanda” di capitali **impact**.

## 1.1 La domanda di capitali impact: i principali attori

Un punto saliente del mercato impact è il paradosso tra l’ampio numero di enti che necessitano di capitali impact e la limitata istituzionalizzazione della domanda di mercato (Nicholls, Paton & Emerson, 2015). Sebbene i bisogni sociali e ambientali siano in crescita, emerge uno squilibrio inaspettato e in un certo senso controintuitivo: gli investitori lamentano di non riuscire a trovare un numero sufficiente di organizzazioni con finalità sociali “investibili”.

### Quali sono, di fatto, gli attori in oggetto?

Il lato della **domanda della finanza a impatto** comprende tutte le organizzazioni che richiedono risorse finanziarie con lo scopo di offrire beni e servizi in grado di rispondere ai bisogni sociali (Chiappini, 2017). La Commissione europea (2014) parla di un interesse crescente dell’Europa per le imprese sociali, in primis per la loro comprovata capacità di affrontare i problemi sociali e di promuovere una crescita inclusiva.

Nesta (Joy, de Las Casas, & Rickey, 2011) fornisce una panoramica della

domanda di capitali *impact* e potenziali rendimenti associati. Il *Four Lenses Strategic Framework* (2018) classifica le imprese sociali su tre criteri principali: Orientamento alla missione (impatto sociale o profitto in primis); Integrazione missione/business, ovvero quanto sono interconnesse le attività commerciali e sociali; Mercato di riferimento, ovvero focalizzazione sui beneficiari dell’impatto sociale e sui clienti che possono o meno corrispondere. La Commissione europea (Varga, Hayday, & Malcom, 2016) raggruppa le imprese sociali in base al settore in cui operano, per esempio “integrazione lavorativa”, “servizi sociali di interesse generale”, “attività ambientali”.

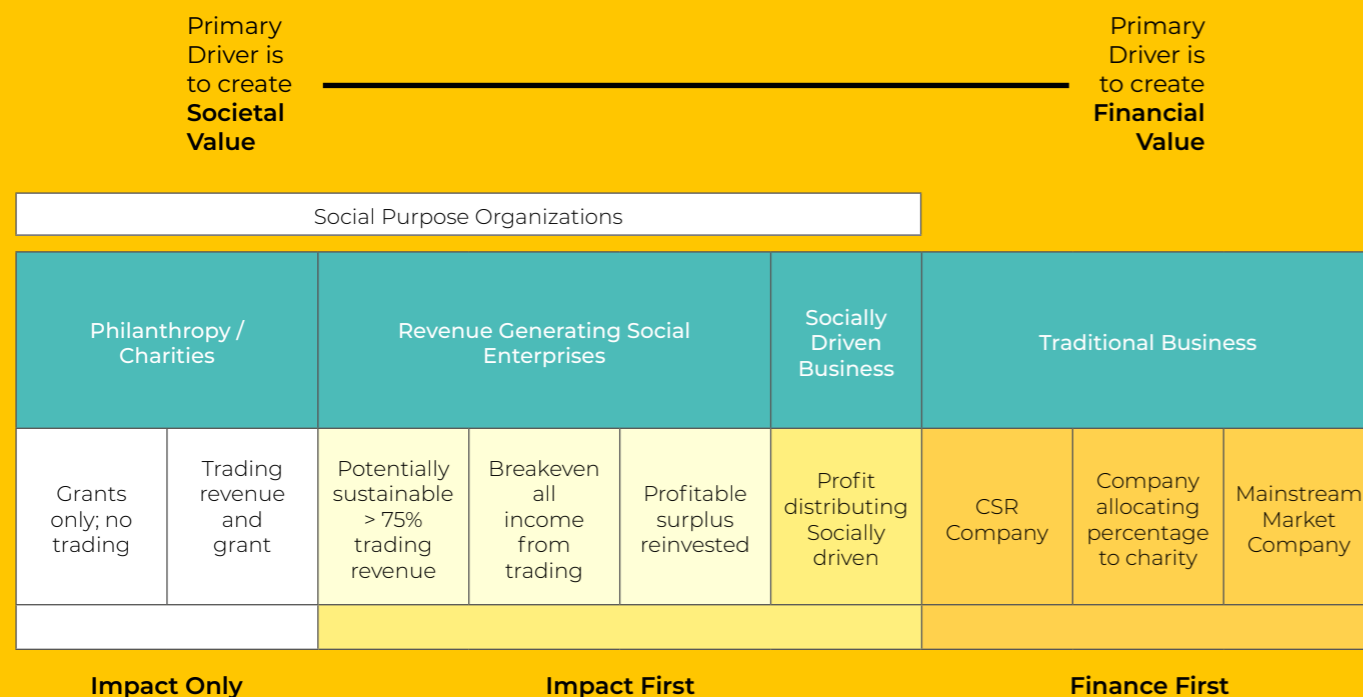
Riportiamo uno degli spettri più esaustivi, quello di Wilson, K. E (Wilson, 2014) confermato poi da quello di Margiono, Zolin, Chang (Margiono, Zolin, & Chang, 2017), che si dimostra perfettamente coerente.





# TABELLA 1.

Fonte: Wilson, 2014



Lo spettro va dalle organizzazioni "Impact Only", che perseguono esclusivamente finalità d'impatto sociale ed escludono qualsiasi forma di generazione di profitto, alle aziende convenzionali interamente dedicate alla massimizzazione del profitto. Tra queste due polarità esistono gradienti diversi di ricerca di valore sociale e finanziario. Spostandosi da sinistra verso destra nello spettro, le organizzazioni non-profit diventano maggiormente autosufficienti finanziariamente, riducendo la dipendenza da sovvenzioni ed erogazioni liberali. Al centro dello spettro troviamo entità ibride che realizzano una missione sociale

attraverso attività commerciali capaci di generare rendimenti finanziari, o reinvestiti nell'organizzazione stessa o distribuiti ai soci e agli stakeholder.

In questa categoria gli investitori "Impact First", ovvero quelli che cercano "di ottimizzare l'impatto sociale o ambientale con un obiettivo secondario di ritorno finanziario" (Margiono, Zolin, & Chang, 2017), trovano un ottimo target.

La parte destra dello spettro guarda alle imprese tradizionali coinvolte in attività a responsabilità sociale. Chiaramente guidate dallo scopo di lucro, si osserva però anche nelle imprese tradizionali



un'attenzione all'impatto. Le imprese che pongono una missione sociale al centro dei loro modelli di business sono rapidamente cresciute di numero (SIITF, 2014), a volte come risposta ai cambiamenti normativi, altre alla domanda dei clienti. Gli investitori "Finance First" si adattano meglio a questo target, generalmente in cerca di ottimizzare i rendimenti finanziari, tenendo l'impatto come obiettivo secondario. (Wilson, 2014)

L'ibridazione, quindi, è un processo biunivoco che parte dal mondo profit, integrando istanze sociali, ma altresì parte dal mondo non-profit assumendo approcci di maggiore sostenibilità economica o attitudine commerciale. Nell'ambito non-profit ciò è dovuto all'ambiente altamente competitivo in cui le organizzazioni operano e a un ambiente di finanziamento generalmente più ristretto (Weerawardena & Sullivan Mort, 2006).

Per alcuni di questi soggetti, abbracciare un modello di business è un'opportunità per sopravvivere ed essere, almeno in parte, autosufficienti (Margioni et al., 2017).

**Le barriere però, sono molteplici: spesso a disagio con l'idea di fare profitto, le organizzazioni non-profit non hanno capacità e competenze imprenditoriali e hanno difficoltà ad attrarre investitori (Lyon & Fernandez, 2017).**

Il rischio persistente di non adottare un

modello di business per il non-profit è quello di creare iniziative di successo che "rimangono poco più che isole di eccellenza" (Uvin et al., 2000) che migliorano la vita di qualcuno, ma non risolvono radicalmente il problema (G. Dees et al., 2004b). Dall'altro lato, troppo spesso le iniziative che hanno cercato di diffondere il loro impatto hanno ottenuto risultati deludenti (Alvord et al., 2004b). **Questi motivi spingono la ricerca a indagare quali modalità funzionino per far crescere i modelli di business a impatto sociale, esplorando - come detto - le criticità ricorrenti e le variabili ripetute nei casi di successo.** (vedere Appendice per focus sul contesto italiano)

## 1.2 La scalabilità dei modelli di business a impatto

Dalla letteratura sulle organizzazioni non governative (Uvin et al., 2000), e dal campo delle imprese sociali (Blundel & Lyon, 2015), è emerso che la scalabilità non è solo una questione di dimensioni, ma soprattutto di aumento dell'impatto di un'iniziativa sociale. Ampliare il business a livello dimensionale, è solo un modo per ottenere maggiore risultato in termini di impatto (Uvin et al., 2000). Questa è la declinazione d'impatto nel contesto sociale. In questo senso, la sfida è senza dubbio ancor più interessante e 'tesa': l'organizzazione dovrà prestare attenzione sia alle logiche commerciali che a quelle sociali, consci che in alcuni casi la spinta all'impatto può essere contraria a quella della crescita dimensionale.



In ogni caso, scalare l'impatto sociale, è abitualmente associato alla creazione di maggior valore sociale, raggiungendo un maggior numero di beneficiari o sostenendo una maggiore ampiezza dell'impatto. (André & Pache, 2016; Dees, Anderson, & Wei-Skillern, 2004)

Più precisamente, Westley, Antadze, Riddell, Robinson e Geobey (2014) identificano due principali modalità di **scaling**:

- **Scaling Up**: ampliare il numero di beneficiari (spesso 'cambiamento sistemico', o 'scala trasformativa');
- **Scaling Out**: ampliare l'area geografica di bersaglio.

Tuttavia, nel contesto dei business a impatto, una strategia sempre più popolare per scalare l'impatto sociale è la strategia di crescita dell'ecosistema (Bloom & Dees, 2008; Montgomery, Dacin, & Dacin, 2012). Nell'ambito della **strategia di crescita dell'ecosistema**, i business a impatto affrontano indirettamente problemi sociali mirati, sviluppando e/o sostenendo un ecosistema di organizzazioni di supporto attraverso attività quali l'organizzazione di campagne di advocacy e l'offerta di formazione e consulenza ad altri business a impatto (Grant & Crutchfield, 2007; Lyon & Fernandez, 2012). La maggior parte della letteratura che studia la crescita ecosistemica come strategia per scalare l'impatto sociale è solitamente incentrata sulle storie di successo (si veda ad esempio Alvord, Brown, & Letts, 2004; Bauwens, Huybrechts, & Dufays, 2019; Bloom &

Dees, 2008; Bradach, 2010; Dees et al., 2004; Montgomery et al., 2012; Uvin, Jain, & Brown, 2000). Fanno parte di questa strategia, una serie di attività quali l'organizzazione di campagne di advocacy per cambiare le politiche pubbliche a favore di specifici problemi sociali (Grant & Crutchfield, 2007), l'offerta di formazione e di supporto consultivo per far crescere altri business a impatto (Ebrahim & Rangan, 2014), l'aiuto alla creazione di nuove **industries** per rispondere a bisogni sociali insoddisfatti (Bloom & Dees, 2008), lo sviluppo e la diffusione di conoscenze specifiche per il settore (Dees et al., 2004) e la costruzione di reti per facilitare lo scambio di buone pratiche (Montgomery et al., 2012). Uno dei principali punti di forza della strategia di crescita ecosistemica è che consente ai business a impatto di rispondere ai bisogni dei beneficiari su una scala molto più ampia rispetto a quella che si sarebbe potuta raggiungere con la strategia di crescita organizzativa (Grant & Crutchfield, 2007; Uvin et al., 2000).

In letteratura tra gli aspetti più importanti e ricorrenti per lo **scaling** rileviamo il coinvolgimento di molteplici stakeholder e la capacità trasformativa dell'imprenditore sociale di coinvolgere reti più ampie di attori pubblici e privati. Il paper di Bloom e Chatterji (2009) identifica sette driver che aiutano a spingere uno scaling di successo nei modelli a impatto sociale: i cosiddetti "**SCALERS**", ovvero *staffing, communicating, alliance building, lobbying, earnings generation, replication, stimulating market forces*. Anche in questo caso emerge trasversale



a tutti, il tema del coinvolgimento di un pool multi-attoriale di stakeholder, capaci di indirizzare il progetto verso il successo con leve di spinta complementari.

Sarker, Abed e Seelos (2016) identificano alcune raccomandazioni per scalare un modello di business a impatto, focalizzando l'attenzione sulla definizione del problema sociale da risolvere e le relative barriere. In particolare, il primo tema sollevato è quello dell'importanza di distinguere effetti da cause. In molti settori a impatto, appare spesso molto chiara l'evidenza dei 'sintomi' dei problemi stessi, ma rintracciare le cause è più difficile. Un'organizzazione che non ha chiara la causa sottesa al problema sociale ha maggiori difficoltà nello sviluppo di un modello di successo. In secondo luogo, emerge l'importanza di disegnare programmi che abbiano più di una strategia di sviluppo possibile, ovvero costituiti da una roadmap capace di raccogliere ogni singolo aspetto su cui il problema sociale si innesta. In ultimo luogo, è importante costruire dei modelli flessibili, ovvero capaci di adattarsi al cambiamento del problema sociale negli anni, evitando il rischio di rimanere ancorati a variabili che nel corso dello sviluppo diventino obsolete e poco rilevanti. Una **larga e condivisa comprensione del problema alla base**, è un passaggio importante per mappare i cambiamenti in modo sistemico.

Per quanto riguarda l'aspetto operativo della "**investment readiness**" dei business a impatto, è più difficile trovare dei pareri in letteratura che diano un

contributo concreto alla comprensione dei motivi per cui è talora complesso investire in questo settore. Tuttavia, tra i *practitioners* sembrano esserci argomentazioni consolidate e ricorrenti.

Dall'analisi della letteratura è stato possibile identificare alcuni elementi ricorrenti che possono essere raccolti lungo due filoni principali:

**1. L'offerta di capitali eccede la domanda:** la letteratura più recente, così come quella agli albori dell'*impact investing*, conferma questa situazione quasi paradossale, per lo meno a una prima osservazione. La primissima causa è comunemente rintracciata dalla letteratura nella scarsa cultura manageriale / di business dei progetti a impatto sociale. Ci si propone, come primo obiettivo, di verificare con i practitioner.

**2. Difficile definire la categoria dell'impatto:** per quanto sia un discorso ampiamente riferibile al mondo degli investitori, è complesso identificare un obiettivo di impatto circoscritto che possa comprendere un numero di *deals* sufficientemente grandi. Questo implica che la maggior parte degli investitori a impatto si mantengono generalmente "agnostici" sui settori d'investimento, purché siano progetti capaci di generare impatto sociale. La difficoltà di circoscrizione di questa categoria, a differenza di altre *industries*, è percepita come un chiaro limite allo sviluppo del settore.



# METODOLOGIA

## 2.1 Fonti e metodologia di analisi

Tre le fonti principali:

1. l'analisi della letteratura;
2. il Tavolo di Lavoro "Impact investing" coordinato da SIA;
3. interviste bilaterali a supporto.

Se l'apporto della letteratura è senza dubbio sostanziale e fondante, va sottolineato come la ricerca abbia voluto impostare un approccio particolarmente concreto, lasciando ampio campo d'azione agli stakeholder presenti agli incontri del Tavolo di Lavoro, dando loro anche la possibilità di orientare e definire i principali elementi di discussione.

In questo senso, l'analisi della letteratura è stata affrontata con un'**analisi tematica**, che ha individuato dei filoni principali di discussione funzionali a due scopi:

- ▶ l'individuazione delle domande di ricerca (come anticipato assolutamente non vincolanti rispetto al Tavolo di Lavoro);
- ▶ l'individuazione di alcuni primi 'indizi' su quali elementi consentissero o impedissero lo sviluppo dei modelli di business a impatto.

Come anticipato, il fulcro portante della ricerca risiede nei tre incontri del Tavolo di Lavoro SIA, nato con lo scopo di facilitare il confronto tra i principali esponenti del mondo dell'*impact investing* e la sintesi di punti di vista e idee su prospettive comuni.

La ricerca è stata anche arricchita da una serie di interviste, svolte con un duplice scopo:

- ▶ integrare i punti di vista raccolti con quelli di una serie di attori intermediari. In questo senso, sono state coinvolte i seguenti gruppi di stakeholder: investitori/fornitori di capitale, enti istituzionali, società di consulenza e centri di ricerca, e incubatori e acceleratori di start up a impatto;
- ▶ approfondire i casi studio presentati durante i Tavoli di Lavoro, facendo in modo che emergessero ancor più chiari gli elementi funzionali all'obiettivo di ricerca.

In conclusione, un'analisi tematica della letteratura ha fatto emergere domande di ricerca e prime tematiche, nell'ottica di validarle all'interno dei Tavoli e attraverso le interviste. Le variabili emerse (fattori di successo o criticità) sono state raccolte in modo "disordinato", con l'obiettivo di comprendere se fossero:

- ▶ specifiche del contesto sociale, o piuttosto, riferibili al business in generale;
- ▶ specifiche di un singolo caso presentato, o piuttosto riferibili alla maggior parte di essi.

Le variabili emerse sono state, infine, raggruppate per temi, dando luce a una piccola lista di Linee di azione, o meglio di "proposte", con l'obiettivo di catalizzare lo sviluppo del settore.



## 2.2 Svolgimento del Tavolo di Lavoro SIA

Gli incontri del Tavolo di Lavoro SIA dedicato al tema di questa Ricerca, si sono svolti seguendo un approccio semi-strutturato. Nonostante la traccia piuttosto definita fosse identificata puntualmente in ogni riunione del Tavolo, è stato volutamente lasciato spazio ai partecipanti per esprimere il proprio punto di vista in maniera libera. Inoltre, si è adottata una procedura a imbuto in modo da indirizzare la discussione negli ultimi incontri del Tavolo verso tematiche emerse durante le riunioni precedenti con l'obiettivo di:

- ▶ validare i temi emersi dalla letteratura;

- ▶ porre sul tavolo nuovi temi di confronto, più vicini alle effettive esigenze dei partecipanti.

Per approfondire quindi, in modo significativo, la possibilità di scalare i modelli di business a impatto, si è cercato – a livello macro - di ricercare gli ingredienti fondanti dei casi di successo, e i principali ostacoli riscontrati in quei modelli che non hanno funzionato, mantenendo un approccio **“case by case”**.

Di seguito riportiamo la rappresentazione grafica dell'approccio di analisi ai casi di studio:



Il primo incontro del Tavolo è stato maggiormente orientato alla conoscenza dei partecipanti e ancora aperto a un brainstorming che permettesse validazione e apertura. Il ben rappresentato nucleo universitario ha svolto il ruolo di apri-fila nella definizione delle tematiche. Nel capitolo successivo i temi emersi. Il secondo incontro, originariamente

orientato al racconto dei casi di successo, è stato in grado di catturare gli elementi ricorrenti dei casi di successo, ma ha anche anticipato il discorso sulle criticità ricorrenti, previsto per il terzo incontro. Ciò ha dato modo di orientare il terzo incontro già alla discussione di una prima bozza di Linee guida stilata dall'analisi dei temi emersi durante gli



incontri del Tavolo e dalla letteratura.

### Nota metodologica:

Durante le riunioni del Tavolo di Lavoro è stato adottato un approccio **“ordinato”** tale per cui ogni attore ha presentato il proprio caso e/o punto di vista sull'ecosistema. Nella fase di analisi, invece sono state estratte da ogni intervento le variabili ricorrenti, ovvero riportate da più di un attore. I punti evidenziati, divisi nelle due macrocategorie - criticità ed elementi di successo - sono stati analizzati con un approccio matriciale che viene discusso nel capitolo dedicato ai risultati.





# RISULTATI

La sezione dei risultati ha l'obiettivo di approfondire gli aspetti emersi durante le riunioni del Tavolo di Lavoro, i temi principali della letteratura e soprattutto di spiegare il meccanismo di analisi che ha portato alla redazione delle Linee guida finali.

## 3.1 Un primo confronto fra letteratura e operatività

In questa prima sezione sono poste a confronto letteratura ed esperienza diretta degli stakeholder, per comprendere **quali dei temi emersi dall'analisi della letteratura siano effettivamente confermati dall'esperienza** presentata durante il Tavolo di Lavoro e le interviste.

Nonostante nella maggior parte dei casi ci sia allineamento tra **“la teoria e la pratica”**, non sempre le cose collimano. Di seguito sono riportati alcuni punti di attenzione:

### 1. Incontro tra finanza e attori sociali

Se la letteratura tende a mettere maggiormente in evidenza la difficoltà di far incontrare domanda e offerta all'interno del settore dell'*impact investing*, l'evidenza riportata dal Tavolo di Lavoro non ha pienamente confermato questa linea di pensiero. Piuttosto, gli attori coinvolti si sono dimostrati ottimisti nell'applicazione dell'*impact investing* e delle iniziative intraprese. Tale prospettiva è anche documentata dall'andamento del settore: nell'arco degli ultimi tre anni, il terzo settore è

quello che è cresciuto di più per conti economici e patrimonializzazione, creando forte occupazione sul territorio (Forum del Terzo Settore, 2021). Per quanto le forme di finanza siano ancora in grande evoluzione, è importante sottolineare la forza del settore sociale italiano, spesso tacciato di scarsa competenza manageriale e **“business mindset”**, ma di fatto ampiamente attivo, in crescita e foriero di occupazione.

### 2. Capacità di misurazione dell'impatto da parte degli imprenditori sociali

Se un investitore ha relativa facilità a dotarsi di esperti di settore e a creare partnership per l'analisi e la misurazione dell'impatto, come nel caso di investitori che coinvolgono centri di ricerca all'interno della governance del veicolo finanziario, per un imprenditore sociale è spesso difficile e soprattutto oneroso. Alcuni studi testimoniano l'impegno sia in termini di risorse, che in termini di capacità che i business a impatto stanno iniziando a dedicare a questo aspetto così importante. Tuttavia, la letteratura tende a concentrarsi sulle buone pratiche, che, a detta degli investitori coinvolti nella ricerca, scarsamente rappresenta la maggior parte delle realtà. Per gli imprenditori è generalmente più difficile dotarsi di competenze per la misurazione dell'impatto, soprattutto a causa di ristrettezze nelle risorse economiche e di tempo.



Generalmente i fondi ad impatto si dotano di un team interno che gestisce il processo di monitoraggio e gestione dell'impatto, i finanziatori che si affacciano al mondo dell'impact collaborano con attori esterni esperti in materia, mentre per le *investee*, soprattutto quelle in startup, risulta complesso dedicare risorse economiche e umane, spesso già centellinate per il **core business**, e alle attività di misurazione e gestione dell'impatto. Come si vedrà, una delle principali linee guida verterà proprio su questo aspetto: è importante trasferire competenze sulla misurazione d'impatto soprattutto agli imprenditori.

### 3. Approccio deal-by-deal

L'*impact investing* ha ancora un approccio fortemente **deal-by-deal**. Questo fatto è abbastanza usuale nel mondo del *venture*, in cui la valutazione delle start-up non segue mai una "check-list" di criteri standard in fase di valutazione, ma implica sempre un approfondimento specifico del singolo business con l'identificazione di metriche e/o punti chiave sempre relativi al caso in oggetto e non standardizzati. Pertanto, analizzare un potenziale *deal* con una "terza lente", quella dell'impatto, non aggiunge un livello di complessità eccessivo. Nel caso degli incubatori a impatto analizzati (a|cube e Social Fare), il team è in entrambi i casi completamente "permeato" della visione strategica d'impatto. Ciò significa che, nonostante l'impatto aggiunga un elemento di complessità alla selezione delle start-

up da accelerare, non c'è un vero dispiegamento addizionale di risorse o di tempistiche, in quanto si tratta 'soltanto' di un elemento in più da tenere in considerazione all'interno della stessa analisi.

Diverso è invece l'approccio dei "grandi finanziatori", quali banche o fondazioni che hanno alla base forti e consolidate strutture capaci di valutare un business con schemi efficaci. Al di là delle politiche e dei regimi comunitari a cui sono chiamati a rispondere, ogni grande ente finanziatore dispone di meccanismi interni di standardizzazione per l'allocazione del capitale. In questi sistemi così strutturati e consolidati, la misurazione di impatto richiede un profondo cambiamento, che implica una complessa evoluzione nei sistemi di analisi degli aspetti socio-ambientali. Ai fini di questo studio, è utile rilevare che, laddove esistono cornici standardizzate di misurazione, queste sono spesso percepite come essenziali o in alcuni casi inadeguate a catturare realmente l'impatto generato.

### 4. Gli strumenti finanziari all'interno del settore dell'impact investing

Nonostante alcuni articoli accademici offrano esaustive mappature degli strumenti esistenti, spiegando quali siano i più adatti al caso specifico, quali i vantaggi e gli svantaggi di ognuno, è più rara la possibilità di comprenderne le effettive applicazioni. Dall'esperienza dei *practitioner* coinvolti emerge l'importanza di distinguere le implicazioni dell'uso di finanziamenti e investimenti in termini



di sviluppo dell'*impact investing*. Per quanto riguarda gli strumenti di debito, questi sono utilizzati ampiamente per finanziare progetti imprenditoriali con finalità sociali, mentre per quelli di equity sono ad oggi riportate maggiori complessità di investimento.

Queste complessità sono particolarmente significative rispetto agli investimenti in ETS, dati i limiti alla redistribuzione degli utili e alla remunerazione dei soci, sia durante l'investimento che al momento dell'exit. Ad oggi, la letteratura è sufficientemente concorde nell'affermare che il Terzo Settore è, in generale, difficilmente investibile. Un settore così specifico e con un **mindset** poco orientato alla crescita e alla scalabilità, si relaziona con difficoltà con gli investitori tradizionali, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti in capitale di rischio.

Vedremo come questa ipotesi venga affrontata dai partecipanti al Tavolo, in quanto da loro non completamente confermata. Come anticipato, tra i temi più discussi troviamo la **difficoltà per i progetti a impatto sociale a raggiungere una forte sostenibilità economica**, che spesso è considerata un aspetto secondario e non completamente centrato sul progetto. Questo limite, talora culturale, risulta difficilmente superabile, in quanto spesso intrinseco a caratteristiche identitarie dell'attore in oggetto. Pensiamo a quella parte del Terzo settore che si discosta

volutamente da finalità commerciali. Nonostante i partecipanti al Tavolo di Lavoro abbiano evidenziato questa tendenza, è stata anche riconosciuta una forte presenza di enti motivati all'innovazione e alla contaminazione imprenditoriale.

Un altro tema ricorrente ampiamente condiviso, se pur non dalla totalità dei partecipanti, è quello dell'individuare una **governance** sufficientemente variegata in grado di creare un giusto mix tra competenze manageriali e d'impatto. Sarà questo uno dei temi chiave, emerso per altro in uno dei primissimi interventi del Tavolo, ben supportato dal gruppo di esperti universitari. Allo stesso tempo, emerge la difficoltà di scalare o replicare questo tipo di progetti. La prospettiva di scalabilità che proviene da una cultura fortemente *business oriented*, tradizionalmente abbracciata dalle start-up, appare difficilmente allineata ai contesti trattati. La maggior parte dei partecipanti è concorde nell'intendere lo *scaling* in un modo diverso dalle logiche puramente affini alle start-up. È piuttosto da intendersi come capacità di 'scalare' l'impatto, ovvero di raggiungere un numero maggiore di beneficiari. Infine, la complessità dei temi impact, la difficoltà di individuare un *dealflow* e soprattutto di comprendere cosa può andare sotto la dicitura di impatto allungano decisamente i tempi di conclusione degli investimenti/finanziamenti, forzando gli attori ad adottare un approccio fortemente *deal-by-deal*.



### 3.2 I principali temi emersi dal Tavolo di Lavoro

Durante gli incontri del Tavolo di Lavoro sono emersi **sette temi di particolare rilevanza** che meritano un approfondimento.

#### 1. Complessità nella creazione di una pipeline

L'opinione dei partecipanti ai tavoli ha, nella maggior parte dei casi, confermato ciò su cui la letteratura è sufficientemente concorde: la creazione di *dealflow*, ovvero di una pipeline di progetti eleggibili e ben rispondenti ai criteri di investimento risulta essere più complessa rispetto ad altri settori. Questo può essere spiegato da una serie di ragioni.

Per quanto definirsi "investitori *impact*" possa suggerire un orizzonte d'investimento ben definito e circoscritto, i settori che possono adottare un'angolazione *impact* sono molteplici. Ciò implica la necessità dell'investitore di esplorare un numero ingente di settori. Analizzando il portafoglio di molteplici fondi di investimento europei, emerge infatti la tendenza ad adottare un approccio "**sector agnostic**", ma 'verticale' rispetto al tema dell'impatto. Ciò è vero al netto di alcune piccole minoranze che stanno scegliendo dei settori molto specifici in cui "sotto-focalizzarsi". In generale, negli altri casi non c'è quindi una focalizzazione specifica, che renderebbe talvolta la creazione di una *pipeline di casi*

*investibili* più agevole e focalizzata. Oltre ad essere multi-settore, la ricerca di deals risulta spesso correlata a una variabile non sempre oggettivabile: cos'è impatto e cosa non lo è. Ciò rende da una parte più lungo il processo di valutazione di un investimento, ma dall'altra è spesso più difficile per gli stakeholder esterni (siano essi advisor o imprese stesse) comprendere lo scopo di interesse dell'ente finanziatore.

Inoltre, a rendere più complesso il tema, vi è la generale difficoltà di trovare realtà imprenditoriali caratterizzate da una forte scalabilità e sostenibilità economico-finanziaria. Questo tema vale anche in settori "*pure profit*", ma la componente sociale rende quest'ostacolo ancora più evidente.

#### 2. Difficile comprensione di cosa può essere definito impatto

Non sempre è possibile standardizzare la definizione di cosa rientra nella categoria dell'impatto. Risulta pertanto complesso strutturare un processo attorno a una variabile che non ha confini nitidi. Se per alcuni progetti sarà più evidente la capacità di generare impatto, per molti altri emergono quesiti sulla capacità del progetto di rispondere a un reale bisogno sociale e non soltanto a un mero obiettivo di marketing. Oltre a questo, un altro rischio importante è dato dalla tentazione di "trovare l'impatto", dove non presente, in un modello forte dal punto di vista economico.



Nei fondi a impatto la discussione è generalmente relativa alla decisione di allocare un team dedicato alla comprensione e all'analisi dell'impatto dei progetti o meno. Normalmente, il "team investimenti" è già "permeato" dalle logiche di impatto strategiche e quindi capace di comprendere se un progetto risponda o meno ai criteri di *screening*.

Può essere più complesso, invece, per gli investitori e/o finanziatori tradizionali che si affacciano per la prima volta al mondo *impact*, per esempio sviluppando un veicolo interamente dedicato all'*impact*. In questi casi la contaminazione con esperti di settore e, talora, l'introduzione nel team di figure con un back-ground relativo al mondo degli investimenti a impatto possono essere funzionali.

Indipendentemente dal *track-record* dell'attore in oggetto, capire cosa possa essere definito a impatto risulta sicuramente uno dei temi più complessi.

Si osserva che alcune **azioni possono mitigare questa problematica**:

- La possibilità di affiancare il veicolo finanziario a un *advisory board* tecnico (generalmente esterno) interamente dedicato all'impatto, in grado di definire una struttura operativa che analizzi l'effettiva rispondenza a specifici criteri di impatto, agli occhi di esperti esterni. Il ruolo di tale *board* può essere implementato su vari fronti:

dall'intera strutturazione di un processo di analisi dell'impatto sociale in fase di *screening*, alla mera valutazione dell'impatto dei progetti in portafoglio, fino alla gestione della cosiddetta fase di ***impact management*** dei progetti attivi. Non solo l'identificazione di una strategia di impatto, talora demandata ai criteri strategici del fondo stesso, ma una vera e propria struttura operativa che passi al vaglio l'effettiva eleggibilità dei progetti, agli occhi di esperti esterni.

L'obiettivo, in questi casi, è duplice: la valutazione dell'effettivo potenziale di impatto dei *deals*, ma soprattutto il monitoraggio dell'impatto dei progetti investiti. Tale approccio porta molteplici vantaggi, quali la capacità di accedere in modo rapido a un bacino di competenze e la possibilità di assumere una visione estremamente oggettiva e referenziata evitando conflitti d'interesse. In altre parole, non si corre il rischio di autoconvincimento del potenziale impatto di un progetto (anche laddove flebile), in funzione di una presunta appetibilità economica. Con ciò non si intende che il *trade-off* tra impatto e ritorno economico debba sempre essere presente, ma che, nei casi in cui vi è, avere un esperto esterno che si occupa in modo oggettivo e anche autorevole della gestione dell'impatto snellisce ed oggettivizza il processo.

Lo svantaggio di tale approccio potrebbe essere il rischio di eccessiva





esternalizzazione della discussione sull'impatto. A tutela di ciò, il fondo può accentuare l'integrazione tra le due tematiche. In uno dei casi analizzati, la decisione d'investimento viene deliberata non soltanto sulla base dei risultati di analisi del progetto sia dal punto di vista finanziario che da quello dell'impatto, ma anche sulla base della performance del management del fondo, vincolata al raggiungimento degli indicatori chiave di successo in ambito sociale. Questi accorgimenti testimoniano l'intenzionalità del fondo di perseguire obiettivi di impatto al centro della strategia di investimento, superando la logica ESG e altri approcci in cui i temi di impatto rimangono secondari rispetto ai prodotti finanziari.

► Focalizzare l'obiettivo del veicolo d'investimento su uno o più settori specifici, considerabili a impatto sulla base di evidenze e politiche ben definite. Invece di definirsi "sector agnostic" e di selezionare progetti a impatto che appartengono a qualsiasi settore, l'investitore sceglie un sottosectore sociale su cui tutto il veicolo andrà a concentrarsi. Un esempio in tal senso è il *Social Housing Bond* emesso da CDP nel 2020, destinato interamente a progetti di **social housing**.

Validata l'importanza di un problema sociale urgente come quello dell'abitare, si decide in questo caso di selezionare progetti soltanto all'interno di questo perimetro

d'azione. Più precisamente, CDP ha emesso un bond da €750M destinato a supportare interventi di edilizia residenziale sociale, con iniziative dedicate alle fasce di popolazione più deboli, prive dei requisiti per accedere alle liste dell'Edilizia Residenziale Pubblica. Oltre 270 investitori hanno partecipato all'operazione, con una domanda superiore ai €5mld (6,5 volte superiore all'offerta finale). In modo analogo, l'incubatore *NextAge*, sviluppato da SOSV in collaborazione con CDP Acceleratori, decide di focalizzare il proprio obiettivo sul tema dell'anzianità che, oltre ad essere una delle sfide urgenti del futuro prossimo, rappresenta anche una grande opportunità di mercato. Con un primo investimento di €102mila in un batch di 8 start-up, l'acceleratore è attualmente al suo primo *demo-day*.

► Stabilire una direzione d'investimento orientata al raggiungimento di obiettivi di impatto specifici, identificando macro "impact goals" che raggruppino un pool più ampio e diversificato di settori. Tale orientamento aiuta ad allineare la strategia d'investimento e a valutare progetti potenzialmente interessanti. Ciò può permettere ad esempio l'identificazione di sottosectori in cui cercare realtà investibili. La ricerca di *deals* può beneficiarne ed essere ampiamente velocizzata.



### 3. Disallineamento nelle tempistiche

Il tempo è un elemento importante, spesso determinante del successo o insuccesso del business a impatto per almeno due ragioni. Da una parte tendono ad allungarsi i tempi nella fase di analisi dell'investimento, che può diventare più complessa. Nella maggior parte dei casi il processo di analisi sul business (la *due diligence* o analoghi) viene affiancato da un'analisi sull'impatto, che richiede allocazione di risorse per la comprensione del problema sociale affrontato e della capacità del progetto di apportare un'effettiva soluzione. Inoltre, con peso ancora più importante, emerge il tema della costruzione della *pipeline* che, come spiegato al punto 1., risulta più complesso e quindi più dispendioso in termini di tempo. Infine, anche l'identificazione del più adatto veicolo di investimento richiede un periodo di analisi e di studio rilevante, se pur soltanto nella fase iniziale.

D'altra parte, le tempistiche di investimento, ovvero le aspettative che l'investitore ha di rimanere all'interno di un progetto, sono spesso disallineate (più brevi) rispetto alla realizzazione degli obiettivi di impatto. Gli investitori hanno spesso orizzonti temporali molto diversi dai tempi di raggiungimento degli obiettivi sociali. La concreta realizzazione di questa ipotesi si riscontra su diversi fronti. Da un lato il raggiungimento degli obiettivi sociali di alcuni progetti ha tempi di realizzazione molto lunghi,

che devono vedere l'investitore coinvolto per un periodo più lungo rispetto allo standard prima di poter vedere realizzati gli obiettivi di impatto e anche prima di poter raggiungere gli obiettivi finanziari. D'altro canto, il tema dell'*exit* e la necessità di un ritorno finanziario entro un periodo di tempo relativamente breve e prestabilito, scarsamente si adattano alla maggior parte dei modelli di intervento sociale sia per tempistiche (cosa non sempre vera) sia per aspettative di rendimento.

Questo tema, oltre che dagli esperti dell'ambito accademico, è stato sollevato da molti degli investitori. Fondazione Social Venture Giordano dell'Amore, da sempre attiva nell'ambito dell'*impact investing*, ma anche nella ricerca di strumenti finanziari innovativi, sottolinea l'importanza di intendere le *exit* in modo più ampio. Ad oggi, di fatto sono rarissimi i casi in cui le *exit* riescono a essere vincolate all'impatto che il progetto è stato in grado di generare. Sarebbe interessante percorrere una linea innovativa, in cui nuovi meccanismi finanziari permettano di valorizzare i progetti sulla base dell'impatto generato anche a parità di rendimento.

Come vedremo nel capitolo dedicato alle Linee d'azione identificate, questa tematica rappresenta una delle più importanti leve d'azione su cui lavorare e con maggiore margine di miglioramento per il futuro.



#### 4. Rischio reputazionale

In presenza di un modello che guarda al profitto in maniera preponderante, l'investitore a impatto corre un rischio reputazionale, qualora venisse considerato un investitore che adotta pratiche di *impact washing*. I partecipanti ai tavoli hanno concordato sull'esistenza e la gravità di questo rischio, sottolineato in particolare dal gruppo di esperti che si occupano di accompagnamento e consulenza. Tuttavia, data la centralità *impact* nei casi analizzati, questo è un rischio che finora non è stato davvero oggetto di discussione interna, intendendo che l'intenzionalità dell'impatto è rimasta centrale nella maggior parte di essi.

#### 5. Completezza di Competenze manageriali

Alcuni dei partecipanti hanno evidenziato l'importanza di una cultura aziendale ibrida per il successo di business model a impatto, in grado di coniugare un forte orientamento al problema sociale risolto dall'iniziativa con la capacità manageriale di pianificare in modo rigoroso lo sviluppo dell'iniziativa stessa. Il Tavolo di Lavoro ha evidenziato la carenza di competenze manageriali, di gestione ed economico-finanziarie negli imprenditori sociali. Laddove l'orientamento all'impatto sembra non mancare, talora è necessaria un'impostazione più vicina alle dinamiche di business, da cui gli imprenditori sociali tendono a essere

ancora lontani. Il problema comprende infatti una dimensione anche culturale, pertanto più complessa da risolvere.

Nonostante questo punto di vista sia stato condiviso dalla maggior parte dei partecipanti, una minoranza ha invece sottolineato come il terzo settore abbia vissuto una notevole espansione, per conti economici e patrimonializzazione, e sia ampiamente capace di creare occupazione.

Tra le possibili soluzioni, vi è quella di fare in modo che il settore sociale entri sempre in maggiore contatto con quei professionisti aventi un *track-record* nel mondo del *business* inteso in senso più tradizionale. Interessante la proposta raccolta in un'intervista che suggerisce un'incrementale commistione di competenze, per mezzo di una vera e propria migrazione di talenti verso il mondo *impact* da parte di imprenditori che hanno chiuso *exit* importanti.

#### 6. Garanzie, coperture e incentivi

Il settore pubblico può avere un ruolo importante. La peculiarità di questo tipo di investimenti, la carenza di **driver** sostanziali alla scalabilità, ma soprattutto la forte contaminazione che i settori del sociale hanno con le sfere d'azione del pubblico, rendono ancora più evidente la necessità di intervenire con garanzie e coperture a supporto. Laddove gli investimenti sono attivi in settori che confinano con le aree di intervento che sarebbero



demandate alla sfera del pubblico (si pensi alle infrastrutture sociali, alla sanità, alla disoccupazione), sarebbe utile l'introduzione e l'uso più cospicuo di garanzie a copertura del capitale. La crisi del **welfare** state ha evidenziato, nell'ultima decade, importanti divari tra domanda e offerta di servizi pubblici, che hanno lasciato ampio margine per il privato di integrarsi nell'ideazione e nell'erogazione di servizi. Spesso, ad oggi, molti degli interventi del pubblico in questo settore riguardano PPP (Partnership Pubbliche Private), una delle forme utilizzate e che rappresenta uno dei *Critical Success Factor* più citati nei casi analizzati. In alternativa, interventi con *grant* e donazioni (si pensi ai numerosi bandi dedicati agli ETS).

L'ambito delle garanzie agli investimenti è spesso demandato a programmi di più ampia portata, talora oltre i confini nazionali, come per esempio nel caso del programma EaSI dell'**European Investment Fund** che ha supportato UniCredit nell'implementazione del prodotto **Social Impact Banking**, ponendo fondi di garanzia sull'erogazione dei finanziamenti *impact* a copertura del rischio di default.

Come anticipato in altri punti, questo tipo di investimenti può essere più rischioso (cfr. pensiamo al filone di finanziamenti dedicato alla rigenerazione urbana: investire in un'area da rigenerare è una grande scommessa sia in termini di

tempistiche e risorse da dedicare sia in termini di maggiore *construction risk* da incorporare nella valutazione del progetto), ma allo stesso tempo attivi in dinamiche squisitamente locali e particolarmente vicine alle attività di comuni, regioni e municipalità. In questo senso, tutelare l'investitore e supportarlo con meccanismi di copertura o ricompensa lascerebbe grande spazio per il dispiegamento di nuovi capitali. L'istituzione di garanzie a supporto di questo tipo di capitali sembra essere la strada su cui tutti i partecipanti al Tavolo si trovano largamente d'accordo. Il potenziale di sbloccare quell'indotto di capitali ulteriori è considerato significativo. È interessante notare come le PPP vengano citate come fattore di successo da enti privati (Intesa Sanpaolo, UniCredit, Investcorp-Tages), ma anche da enti quali CDP e InfoCamere. Per essere più precisi, l'intervento pubblico può avvenire per mezzo di:

- ▶ garanzie di primo livello che siano funzionali a mitigare il rischio dell'investitore;
- ▶ interventi finanziari capaci di ridurre il costo del capitale, potenzialmente rendendolo inversamente proporzionale all'impatto generato;
- ▶ meccanismi di *pay4success* di ricompensa/*rewarding* al realizzarsi di cambiamenti positivi;
- ▶ stanziamento di capitali che possano attirare capitali privati come indotto, liberati in funzione dei



capitali statali dislocati.

Per quanto questo tema sarà meglio affrontato nella sezione dedicata al ruolo del pubblico, è bene anticipare che l'obiettivo è quello di rendere capitali pubblici e privati assolutamente sinergici al raggiungimento degli obiettivi sociali, anche e soprattutto innovando i meccanismi finanziari attuali.

Va sottolineato che, oltre all'introduzione di meccanismi di supporto all'allocazione del capitale a progetti sociali, è importante la presenza di meccanismi di incentivo. Come sollevato da alcuni partecipanti, in primis quelli con un perimetro d'azione internazionale (Investcorp Tages, Generali), alcuni altri Stati europei, quali la Francia, stanno di fatto stimolando gli investitori istituzionali a questo tipo di investimenti grazie a incentivi. Detassazioni, agevolazioni nelle normative fiscali, interventi volti a ridurre l'assorbimento di capitale per banche e assicurazioni che supportano iniziative con impatti positivi e misurabili attraverso soluzioni di long-term-debt, ma anche e soprattutto meccanismi di innovazione dello strumento finanziario, come spiegato al punto 7).

## 7. Innovazione degli strumenti finanziari

Sollevata da un numero consistente di partecipanti, la leva d'azione principale sulla quale agire in modo significativo sembra essere l'adattamento degli attuali meccanismi finanziari ai

bisogni di un settore così peculiare, in particolare per il segmento delle imprese sociali. Una forte innovazione finanziaria potrebbe essere la risposta migliore per l'allocazione consistente di risorse ai business a impatto. In particolare, le difficoltà degli strumenti finanziari attuali sono riscontrabili in due ambiti:

- ▶ tempistiche;
- ▶ possibilità di ritorni rispetto agli aspetti societari.

Nei precedenti paragrafi è stato evidenziato che se il debito riesce a sposare bene il mondo dei business a impatto, vi è notevole difficoltà sul fronte dell'*equity*.

La prima difficoltà è posta dalla limitazione che gli Enti del Terzo Settore devono rispettare, per quanto riguarda la distribuzione degli utili. Ciò rende le opzioni di exit estremamente complesse (spesso un vero e proprio esercizio legale) e quindi molto limitate in numero.

Una possibile soluzione emersa dalla discussione è quella di creare maggiore ibridazione tra questi due strumenti, ancora troppo separati e distinti, anche a livello degli attori coinvolti. La sfida, quindi, è quella di riuscire a legare in modo più stretto debito ed *equity*, generando strumenti più articolati e ibridi capaci di cogliere il ritorno sociale all'interno della cornice di ritorno economico.

**I benefici di una potenziale ibridazione** sono molteplici. In primo luogo, si agevolerebbe l'accesso al capitale



finanziario a soggetti tradizionalmente esclusi, quali gli ETS, permettendo per esempio agli investitori di finanziare anche quegli enti giuridicamente impossibilitati alla distribuzione degli utili. In secondo luogo, si aprirebbe la possibilità di ripensare le *exit* e di vincolarle non soltanto al ritorno finanziario, ma anche e soprattutto al raggiungimento degli obiettivi sociali. In aggiunta, utilizzando debito ed *equity* in sinergia e intervenendo con capitale *blended* in un progetto, vi è la possibilità di riduzione del costo del capitale nonché di generare un flusso di investitori che collaborando quasi in "filiera" offrano al progetto supporto finanziario per ogni fase di vita. Si pensi in questo senso alle collaborazioni tra fondi a impatto e prodotti di debito dedicati all'*impact* che intervengono sinergicamente in un progetto a impatto sociale.

Infine, si potrebbero sfruttare i benefici dell'una e dell'altra forma al contempo: se il grande vantaggio del *debito* è quello di evitare la diluizione della visione e leadership imprenditoriale, il vantaggio dell'*equity* è quello di avere un investitore che contribuisce al capitale e partecipa al rischio della società. In questo senso, il capitale mezzanino, e altre forme di **convertible loan**, permettono una parziale realizzazione dei vantaggi di entrambe le forme. Quindi, si permetterebbe all'impresa di rafforzare il capitale economico senza annacquamento del capitale o perdita dei diritti di proprietà, all'investitore di ridurre il rischio, potendo partecipare

con un capitale più piccolo che si converte in quote soltanto al raggiungimento di dati obiettivi. Vincolare questo meccanismo all'impatto permette non soltanto la correlazione di allocazione del capitale al raggiungimento di obiettivi *impact*, ma anche di incentivare il progetto o la società target alla maggiore realizzazione dell'impatto.

Importante menzionare il caso dell'**Impact Grant**, lanciato per la prima volta da Fondazione Social Venture Giordano dell'Amore nel giugno 2022. Questo strumento innovativo ibrida *debito*, *equity* e *grant*, prevedendo una sottoscrizione di azioni come "socio finanziatore". Grazie all'adozione di particolari strumenti giuridici e contrattuali, l'*impact grant* introduce una componente di premialità: se la società beneficiaria dell'investimento raggiunge determinati obiettivi di impatto sociale concordati *ex ante*, una parte del finanziamento si trasforma in contributo a fondo perduto. Il senso di tale iniziativa è incentivare il raggiungimento degli obiettivi di impatto, rafforzando il capitale del beneficiario, con evidenti vantaggi sulla sua capacità di accedere ad altre forme di finanziamento e di attrarre nuovi investitori. Il primo attore ad averne beneficiato è la cooperativa Vesti Solidale, finanziata con 300mila euro, di cui 200mila in forma di finanziamento standard e 100mila sotto la forma del "finanziamento auto estinguibile": qualora gli obiettivi sociali vengano raggiunti,



il finanziamento diventerà riserva indivisibile e non distribuibile della cooperativa.

Questa esperienza rappresenta un ottimo esempio di come l'ibridazione tra debito e *grant* possa avere innumerevoli vantaggi quali quello di incentivare all'impatto e di agevolare l'investitore riducendo il rischio, vincolandolo comunque a delle metriche di performance.

All'interno di questa linea di azione vi è anche la proposta di incentivare attori, quali assicurazioni, fondazioni bancarie, fondi pensione, ad allocare capitali all'impatto, rendendoli ibridi. Parte delle erogazioni delle fondazioni bancarie, dove possibile, potrebbero assumere la forma del *recoverable grant*, contribuendo alla capitalizzazione dei business a impatto.

### 3.3 Fattori di successo e criticità

In aggiunta ai macro-temi emersi e citati nei sette punti della sezione precedente, sono stati raccolti alcuni elementi più specifici emersi da una serie di interviste sviluppate con alcuni stakeholder del settore e dalla narrazione di casi di successi. Questi elementi sono catalogati come fattori di successo e criticità.

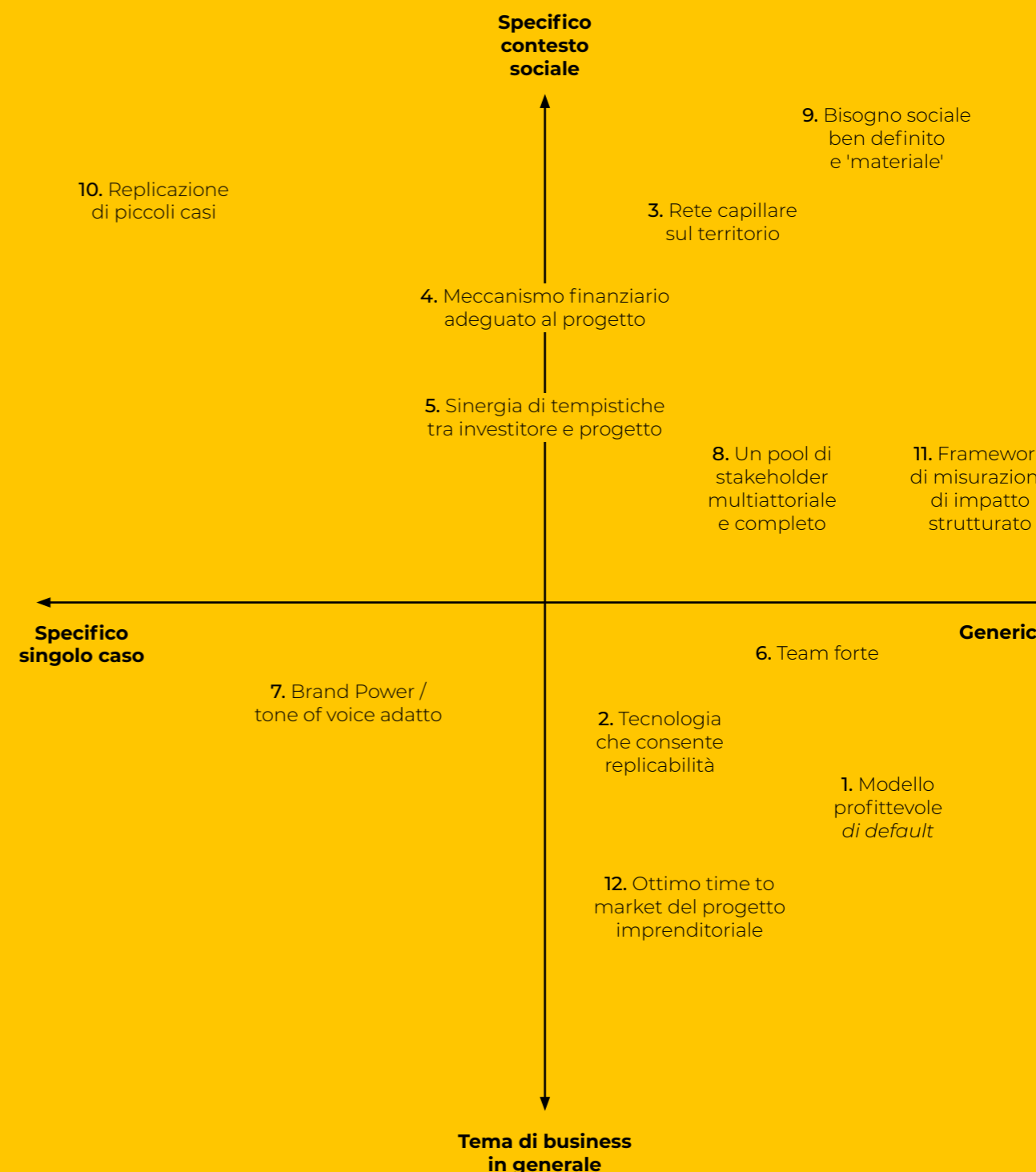
A seguire, è riportata una descrizione sintetica dei diversi punti identificati (fattori di successo prima, criticità poi), mentre per i dettagli dei singoli casi

studio si rimanda alle schede ad essi dedicate, disponibili in Appendice.

### Elementi di successo

Questa sezione analizza i **dieci fattori abilitanti** che hanno permesso il buon funzionamento dei casi analizzati, dove la riuscita del progetto può essere intesa sotto diverse prospettive, quali la capacità di ottenere *round di finanziamento*, di stipulare accordi con gli stakeholder (investitori a impatto, partner commerciali), di essere attrattivo come modello replicabile in più contesti. Per facilitare la comprensione e il confronto tra i diversi elementi individuati, è possibile definire una matrice che permette di mappare il loro posizionamento lungo due dimensioni principali:

- ▶ nell'asse delle x: quanto un dato elemento è specifico del caso in oggetto (sinistra) o quanto invece è generico e trasferibile a più casi (destra);
- ▶ nell'asse delle y: quanto un dato elemento è specifico del contesto sociale (in alto) o quanto invece è un fattore che si verifica anche in contesti di business tradizionali (in basso).







## 1. Modello di business profittevole

Alcuni casi analizzati, come ad esempio alcune start-up accompagnate da Social Fare (incubatore e acceleratore a impatto sociale), hanno raggiunto un ottimo livello di successo grazie al proprio modello di business che mostrava una forte solidità dal punto di vista della sostenibilità economico-finanziaria e una perfetta integrazione tra gli obiettivi di generazione di impatto, da un lato, e profitto, dall'altro. In questi casi, i modelli di business presentano quali elementi vincenti gli stessi considerati dagli investitori tradizionali (anche *non impact*), ovvero:

- scalabilità del business;
- stabilità del business, grazie a ricavi ricorrenti;
- chiara modalità di creazione del valore;
- mercato in crescita sostenuto da fattori esogeni abilitanti;
- trasferibilità nel mercato internazionale;
- urgenza del problema di mercato da risolvere.

## 2. Forte tecnologia che consente la replicabilità

Sebbene alcuni fondi a impatto guardino con scetticismo alle soluzioni ampiamente *app-based* che consentono scalabilità massiva sul filone delle startup tecnologiche di successo, occorre evidenziare il ruolo che la tecnologia assume nel sostenere la creazione e diffusione dell'impatto a una maggiore scala.

L'esempio di *UnoBravo* rappresenta un caso positivo, in quanto un modello di business a impatto sociale ha avuto modo di ottenere fortissima scalabilità e di raggiungere investitori tradizionali grazie all'uso della tecnologia che ha avuto un fondamentale ruolo di leva abilitante per l'impatto. *UnoBravo* offre un servizio di psicologia online che garantisce accessibilità sia in termini logistici (essendo erogato esclusivamente da remoto) che in termini di prezzo, con l'obiettivo di coinvolgere 3 mila psicologi. Grazie alla capacità di replicare il proprio business, sfruttando la tecnologia, ha raccolto 17 milioni di euro in un round guidato da *Insight Partners*, società di *venture capital e private equity* con sede a New York. (si veda il Caso studio dedicato per tutti i dettagli)

## 3. Meccanismo finanziario adatto al progetto

L'importanza del meccanismo finanziario è stata già ampiamente citata dalla ricerca, quale fattore abilitante o disabilitante. Quando uno strumento è disegnato ad-hoc per il raggiungimento di un obiettivo sociale si verificano molteplici dei vantaggi analizzati al punto 7) del capitolo precedente.

Infatti, i principali problemi riscontrati dagli attuali strumenti finanziari sono l'esigenza di rendimenti spesso troppo elevati, per alcuni settori sociali, in tempistiche stringenti, e la difficoltà di investire in certe strutture societarie che limitano la distribuzione degli utili. La presente ricerca ha già evidenziato



alcune caratteristiche di strumenti finanziari innovativi: pazienza del capitale, flessibilità rispetto agli scopi commerciali e sociali dell'impresa, incentivo al raggiungimento di obiettivi di impatto. Infatti, nei casi analizzati, la possibilità di disegnare uno strumento finanziario *ex-ante* indirizzato a un obiettivo di impatto è stato elemento distintivo di successo. Si pensi al caso di UniCredit che ha sviluppato un prodotto di finanza a impatto intenzionalmente destinata a finanziare imprese sociali. L'aggiunta di un meccanismo di *Pay4Success* costituisce un chiaro elemento di incentivazione all'impatto.

## 4. Sinergia di tempistiche tra investitore e progetto

Se il timing del progetto è giusto per il mercato, ma ancor più se le tempistiche dell'investitore rispettano la necessità dell'imprenditore sociale di raggiungere gli obiettivi sociali in tempi più lunghi rispetto a quelli necessari a business in contesti diversi, vi è spazio per casi di successo in cui la finanza riesce sia a incontrare gli attori sociali, sia a influenzare le aspettative di ritorno, maggiormente orientate all'impatto.

Un caso di successo, in tal senso, è quello della *Fondazione Housing Sociale* (si veda il Caso studio dedicato per tutti i dettagli), in cui capitali pazienti di lungo o lunghissimo periodo sono stati in grado di soddisfare un bisogno sociale, tanto importante quanto complesso in termini di tempi di realizzazione.

## 5. Team forte

Un team particolarmente solido nelle competenze di business e soprattutto con una forte motivazione imprenditoriale, ovvero di fiducia nel proprio progetto e nella sua crescita, è una tematica fondante. Questo aspetto è particolarmente dibattuto nell'ambito dei progetti a impatto sociale, in quanto si identifica talora una carenza di *mindset* imprenditoriale presso gli attori del Terzo Settore. D'altro canto, la probabilità di successo di un progetto ha indiscusse radici nella solidità del team. Nonostante questa variabile di successo, citata ad esempio nel caso di *UnoBravo*, start-up di psicologia online incubata da SocialFare, sia di vitale importanza, non è una variabile distintiva rispetto all'ambito sociale. È un tema non specifico, che non si ritiene quindi prioritario rispetto all'individuazione di linee guida ai fini della ricerca.

È, invece, più interessante ragionare sulla diversità di competenze degli imprenditori sociali. Per quanto sia indiscussa la loro devozione alla missione di impatto, è spesso più dibattuta la competenza manageriale / economico-finanziaria. In questo senso, nelle Linee guida verranno individuate possibili azioni correttive.

## 6. Brand Power / tone of voice giusto

Il potere del *brand* e l'importanza di avere un giusto *tone of voice*



nell'interlocuzione con i propri clienti o, più in generale, stakeholder sono due elementi rilevanti, ma non distintivi del settore *impact*.

Questi elementi fanno parte del *business as usual*, in quanto un'azienda ha sempre forte necessità di distinguersi e di scegliere un posizionamento di mercato sufficientemente identificativo. Il caso in cui questo tema è stato ritrovato è quello di *UnoBravo* in cui le imprenditrici sono state capaci non soltanto di concentrarsi sulla qualità del prodotto *core* (ovvero la qualità del servizio psicologico e della fase di *matching* tra paziente e terapeuta), ma anche di scegliere una comunicazione efficace e costruire un *brand* che risultasse garanzia di un servizio di qualità.

### 7. Un pool di stakeholder multi-attoriale e completo

Un'altra tematica ricorrente è l'importanza di avere al tavolo un pool sufficientemente ampio di stakeholder che siano, da un lato, eterogenei tra di loro in modo da apportare contributi e competenze differenti, ma, dall'altro, motivati a contribuire al raggiungimento di un obiettivo condiviso.

Il progetto *Rinascimento* di Intesa Sanpaolo si è mosso in tale direzione: la sinergica collaborazione tra Intesa, Cesvi (ONG che ha apportato le competenze sugli aspetti di impatto sociale), le municipalità,

gli attori del territorio bergamasco, le università (Bocconi) e Deloitte per l'identificazione di metriche di misurazione dell'impatto è stato un fattore critico di successo. In tale scenario, ogni stakeholder ha modo di fornire la propria specializzazione di competenze, integrandola con quella di altri instaurando un confronto costruttivo e un processo di apprendimento virtuoso e basato sul fare (*learning by doing*). (si veda il Caso studio dedicato per tutti i dettagli),

### 8. Focalizzazione chiara su un bisogno sociale ben definito e 'materiale'

Molti dei casi analizzati hanno avuto grande beneficio dalla focalizzazione settoriale verticale su un problema sociale preciso e circoscritto, identificando una sfida sociale definita che ha permesso agli attori di:

- ▶ analizzare il mercato in modo mirato;
- ▶ sviluppare uno strumento finanziario adeguato alle tempistiche e/o meccanismi di ritorno;
- ▶ creare in modo efficiente un *dealflow*;
- ▶ replicare il caso in contesti geografici diversi;
- ▶ applicare metriche adeguate alla misurazione d'impatto.

### 9. Framework di misurazione di impatto ben strutturato

La capacità di definire un *framework* di misurazione dell'impatto sociale



strutturato e adeguato al singolo caso ha agevolato la possibilità di successo. Tuttavia, l'evidenza empirica e gli spunti della letteratura accademica mostrano che l'imprenditore sociale ha in media più difficoltà in tale attività.

In primo luogo, l'allocazione di risorse alla definizione di un *framework* di misurazione dell'impatto è una decisione sfidante. Proprio perché si parla di imprenditori, le risorse sono limitate, e il loro impiego viene diretto principalmente verso il *core business* e in misura minore nella misurazione dell'impatto.

Questa situazione è ancora più accentuata laddove il progetto sia in uno stato embrionale di vita. Un secondo tema è legato alle competenze. Poiché la capacità di generare impatto non coincide necessariamente con la possibilità e capacità di saperlo misurare, molti imprenditori sociali tendono a concentrarsi sul "fare" l'impatto piuttosto che sul misurarlo. Inoltre, spesso, c'è poca consapevolezza dell'importanza del tema.

A questo proposito, gli enti finanziatori o altri stakeholder esterni possono giocare un ruolo fondamentale nel processo di sensibilizzazione dell'impresa sociale rispetto all'utilità della misurazione d'impatto, poiché tali attori hanno generalmente maggiori possibilità e competenze nel farlo, o internamente (come per gli investitori *impact first*) o esternamente (come per i fondi non *impact first*, o che non

nascono con un forte *track record* sul tema dell'impatto).

### 10. Ottimo time to market del progetto imprenditoriale

Il problema delle tempistiche si è riproposto in varie forme durante il corso di questa ricerca, soprattutto dal punto di vista dell'appetibilità del progetto sociale rispetto alle tempistiche dell'investitore. Esiste un'ulteriore sfida inerente alla capacità del progetto di entrare nel mercato al momento giusto, mantenendo al tempo stesso la capacità di risposta al bisogno sociale identificato.

Uno dei più importanti fattori abilitanti del successo di *UnoBravo* è stato proprio l'aver identificato non soltanto un prodotto capace di rispondere a un bisogno importante della popolazione, ma anche un bisogno in grande fase di emergenza, sempre più oggetto della discussione pubblica e soggetto di una forte spinta esogena, quale l'introduzione di politiche di sostegno (il *Bonus psicologo*).

### Criticità

La discussione sulle criticità, riportata ampiamente nel capitolo precedente, trova in questo capitolo una breve sintesi dei principali fattori che hanno ostacolato o impedito lo sviluppo di un modello di business a impatto sociale, o meglio, di quelle criticità che gli investitori riscontrano affacciandosi al mondo *impact*.



### A. Team non imprenditoriale con limitate competenze economico-finanziarie.

La dibattuta capacità manageriale degli attori sociali è spesso vista come un importante ostacolo allo sviluppo del settore. Nonostante sia una questione dibattuta e non completamente condivisa, è importante l'idea di riportare forti competenze manageriali e di supporto alla gestione d'impresa.

### B. Trade-off impatto/profitto

In alcuni contesti, progetti ad alto potenziale di impatto sono difficilmente scalabili e conseguentemente limitatamente monetizzabili in maniera certa e stabile. Gli investitori *impact first* riescono ad affrontare meglio questo trade-off tra impatto e profitto, mentre per quelli *finance first* è più complesso lo *scouting* di opportunità che coniughino alti rendimenti ad alto impatto.

### C. Struttura dei deal troppo piccoli / fabbisogno finanziario troppo piccolo

### D. Margini ristretti / rendimenti troppo bassi

I punti C) e D) si riferiscono alla tendenza di alcuni progetti con forte vocazione sociale a proporre iniziative ad alto impatto estremamente vincolate a specificità locali e contestuali, difficilmente scalabili o

replicabili. Sono molte le iniziative sociali, per esempio le esperienze di ristorazione con obiettivo di inserimento lavorativo, che hanno la tendenza a rimanere locali, con scarso interesse per la replicabilità su una geografia più ampia. Ciò rende il progetto inappetibile per gli investitori, in particolare quelli *equity*, al netto di programmi dedicati a progetti ristretti.

### E. Caratteristica fortemente high-CAPEX di numerosi settori

Nei settori che possono garantire margini e volumi interessanti per gli investitori, vi sono alcuni sottoinsiemi che hanno caratteristiche strutturali altamente *capital intensive*. Pensiamo alle infrastrutture sociali o alla rigenerazione urbana e territoriale. Questa caratteristica può allontanare alcuni tipi di investitori più orientati alla ricerca di alte marginalità e/o di ritorni in tempi relativamente rapidi, richiedendo tendenzialmente un maggiore impegno di investimento nel tempo e minori tassi di rendimento sul capitale.

### F. Limitata capacità di misurare l'impatto da parte degli imprenditori

Per chi si affaccia al mondo dell'*impact*, il tema della misurazione è difficilmente comprensibile e necessita un periodo di formazione e accompagnamento dedicato. Questo è particolarmente vero per le imprese sociali con minori risorse, siano esse



finanziarie o di altra natura.

### G. Tecnologia spesso non integrata al modello core

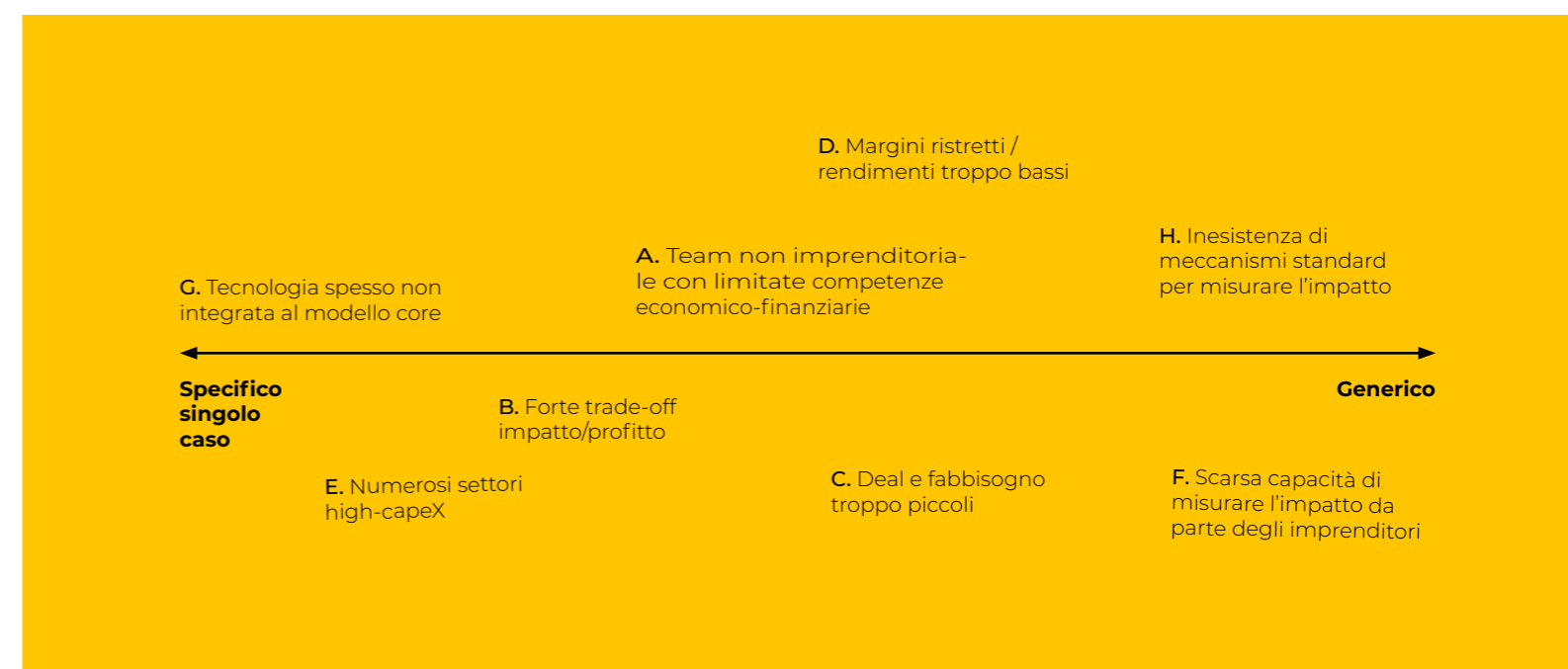
Il Terzo Settore ha forte disomogeneità nell'utilizzo della tecnologia, spaziando da casi virtuosi altamente tecnologici a grandi gruppi con scarsa penetrazione dell'elemento digitale. L'Outlook di Tiresia (*Impact Outlook, Tiresia, 2019*) sottolinea l'importanza dell'elemento tecnologico come potente catalizzatore della realizzazione dell'impatto o anche della sua replicabilità o scalabilità. Questo elemento è invece fortemente presente nelle iniziative a impatto di successo analizzate nel presente Report.

### H. Inesistenza di meccanismi standard per misurare l'impatto

La sfida della standardizzazione della misurazione di impatto è considerata

un limite fondamentale allo sviluppo degli investimenti a impatto. La difficoltà di standardizzazione risiede in primis nella necessità fortemente *deal-by-deal* di identificare degli indicatori di impatto. In secondo luogo, la sfida sta nella difficoltà di trovare metriche oggettive e quantitative effettivamente capaci di misurare il cambiamento generato. Infine, è da considerare l'ampiezza dell'informazione d'impatto che l'investitore (e a sua volta l'imprenditore) si trova a raccogliere, ben più complessa rispetto all'informazione finanziaria.

Tali criticità possono essere classificate lungo un *continuum* i cui estremi ne rappresentano il carattere trasversale, ovvero la loro natura generica e comune a più casi, piuttosto che al singolo caso presentato.







### 3.4 Il ruolo del settore pubblico

I fattori di successo e le criticità attinenti al ruolo del settore pubblico sono raccolti nella presente sezione.

A seguire alcuni elementi emersi (tutti rintracciabili, anche questi, nelle schede relative ai Casi studio):

- ▶ Le iniziative di Partnership Pubblico Privato (**PPP**), in cui si osserva un allineamento di obiettivi ben identificati e una sinergia di azioni tra pubblico e privato, hanno generalmente dimostrato successo, rappresentando una grande leva per la mobilitazione di capitali e per lo sviluppo dei progetti.
- ▶ Il pubblico ha il potere di **aprire mercati**, soprattutto in quei casi in cui i servizi rispondono a bisogni collettivi, fungendo da “piattaforma” e rendendosi veicolo di servizi sociali demandati, per la loro erogazione, ad enti privati. Un ottimo esempio, a questo proposito, è il caso dell'acceleratore di startup a impatto *Personae* lanciato dagli acceleratori *impact a|cube* e *Social Fare*, che sosterrà lo sviluppo di imprese innovative che erogano servizi per il benessere degli individui, a livello psico-fisico ma anche sociale. È evidente come, in questo caso, il ruolo del settore pubblico più che offrire garanzie o coperture, potrebbe essere proprio quello abilitante di veicolare o pubblicizzare i servizi su proprie piattaforme pubbliche. (Si veda il Caso “Personae” in Appendice).

In molti settori, ad oggi, il **gap presente tra pubblico e privato** crea uno spazio consistente in cui si aprono possibilità di mercato. Laddove il pubblico non arriva ad erogare i servizi, (per esempio l'assistenza domiciliare agli anziani o il supporto a persone senza dimora), si creano spazi importanti per un'azione del privato orientata al sociale. L'aspetto positivo è che, soprattutto nei casi di ambiti “urgenti” e scarsamente presidiati, si crea spazio per modelli anche ampiamente profittevoli.

In questo senso, il ruolo dello Stato dovrebbe essere quello di intervenire a sostegno (ad esempio del cittadino / cliente del servizio), facendosi fattore abilitante e fautore di collaborazioni con il servizio privato in grado di soddisfare il bisogno.

- ▶ Oltre ad aprire mercati, il sistema pubblico può esercitare un **ruolo rilevante sulle condizioni del capitale**: sia riducendone il costo (si pensi al caso di *Social Impact Banking* di UniCredit in cui le garanzie EaSI del FEI hanno permesso un'allocazione di capitale più economico a progetti ad impatto *for profit* o *non profit*), sia fungendo da volano e attirando capitali privati (si pensi al caso del *Social Housing Bond* emesso da CDP). Questa forse, la partita più importante che oggi può giocare il sistema nazionale. Si pensi anche, in questo senso, al lancio “seriale” di acceleratori da parte di CDP. Il fatto che molti di questi acceleratori siano attivi in ambiti a impatto stimola l'iniziativa imprenditoriale in settori



urgenti (rimandiamo a un'altra discussione l'eventualità di creare *solamente* acceleratori a impatto), ma soprattutto attira capitali da enti privati per il supporto delle imprese attive in quei settori. Nonostante alcune manifestazioni di sfiducia nei confronti di *player* così piccoli come le start-up, c'è invece ferma consapevolezza che questi *player* piccoli possano giocare un'ottima partita sulla qualità dei servizi erogati. Tra gli acceleratori lanciati da CDP troviamo attenzione al settore della *Silver Economy*, q del *Welfare e benessere della persona*, la *transizione energetica*, la *tutela del territorio* ecc. Su questa scia dobbiamo considerare il tema delle garanzie e coperture, ampiamente discusso nel capitolo precedente, come prima leva per ridurre il costo del capitale e mobilitarne di ulteriore.

- ▶ Un ulteriore contributo che il settore pubblico può dare consiste nella possibilità di creare meccanismi che incentivino (gli attori privati) al raggiungimento di obiettivi sociali. Semplificando, l'approccio di *Pay by Result* (si veda, di nuovo, il Caso Intesa Sanpaolo) è un ottimo modo per promuovere un modello in cui il dispiegamento di capitali avvenga al raggiungimento di obiettivi sociali raggiunti. Anche questo tema andrebbe trattato più in profondità, per evidenziare le implicazioni di nuove forme di allocazione dei capitali in risposta a bisogni ambientali e sociali.

Nel capitolo successivo il rapporto tra

pubblico e privato è ripreso come tema centrale su cui sviluppare linee d'azione concrete che possono correggere le problematiche emerse (vedi sezione: Linee Guida).



# LINEE DI AZIONE

La ricerca non ha la pretesa di aver identificato linee d'azione assolutamente inedite o mai discusse, bensì ha lo scopo di raccogliere una pluralità di punti di vista, articolati in casi di studio, e di cercare 'soluzioni' o azioni correttive rispetto alle criticità presentate. Le riunioni del Tavolo di Lavoro hanno assunto un'ottica "positiva", orientata a individuare i casi di successo e i relativi fattori abilitanti, mentre la ricerca ha cercato di dare luce anche agli aspetti critici rispetto

alla possibilità dei progetti a impatto sociale di fare scala. Questo permette di lavorare su Linee guida che siano trasferimento di *best practices* e competenze in casi replicabili.

Le Linee guida vengono raggruppate in quattro aree tematiche: le competenze dei team imprenditoriali; l'innovazione dei meccanismi finanziari; la misurazione d'impatto e il ruolo del pubblico nello sviluppo del settore.



#### COMPETENZE TEAM

Creare / rafforzare attori di capacity building per rendere i team forti dal punto di vista economico finanziario



#### MISURAZIONE D'IMPATTO

Favorire standardizzazione delle metodologie e diffusione delle competenze per implementazione



#### NUOVI MECCANISMI FINANZIARI

Innovazione degli strumenti finanziari per bilanciare il ritorno con l'impatto ed avere capitali pazienti



#### IL RUOLO DEL PUBBLICO

Individuare alcune macro-linee di azione che permetterebbero al settore pubblico di profilare l'ecosistema rafforzandolo

## 1. Rafforzare le competenze dei team

Sicuramente uno dei primi ambiti d'azione è quello relativo al rafforzamento delle competenze imprenditoriali, gestionali, manageriali, economico-finanziarie degli imprenditori sociali, da incrementare con iniziative di *capacity building* e

di orientamento a una cultura più *business-oriented*.

Questa linea di azione può essere sviluppata su vari livelli.

- **A livello di startup** sarebbe utile consolidare e rafforzare gli incubatori e acceleratori a impatto (in Italia: a|cube, Social Fare, Impact Hub



ad esempio), e allo stesso tempo istituire programmi a impatto presso gli acceleratori tradizionali (pensiamo al programma Zero di LVenture, interamente dedicato alla transizione ecologica). Quest'azione è senza dubbio la più rapida in termini di trasferimento di competenze, con l'obiettivo di creare una nuova generazione di imprenditori capaci di fare impatto e profitto al tempo stesso. Inoltre, altra azione ancor più concreta, suggerita da più d'uno dei partecipanti, è proprio quella di trasferire i talenti, "importando" profili più *business oriented* nel mondo del sociale. (Si pensi ai *founders* di successo che hanno concluso delle exit e sono in cerca di nuove opportunità imprenditoriali in cui reinvestire il capitale e che avrebbero esperienza, competenze e network).

► **A livello di cooperative / associazioni / ETS** sarebbe utile istituire dei programmi dedicati alla formazione imprenditoriale di questi soggetti talora lontani dalle logiche di business. Nonostante la vicinanza e la capacità di "fare squadra" di molti degli attori del sociale, la formazione dedicata, soprattutto dal punto di vista manageriale, è scarsamente presidiata. Sono pochi i *player* che incoraggiano, allenano e formano gli enti del terzo settore a sviluppare o migliorare il proprio modello di business. La crescita qualitativa e quantitativa di questi attori sarebbe una spinta preziosa allo sviluppo del business a impatto.

Rispetto alle competenze è emerso dalla ricerca che molto spesso gli imprenditori sociali hanno limitate capacità di misurare l'impatto. Se un investitore ha relativa facilità a dotarsi di esperti di settore, creare partnership per l'analisi e la misurazione dell'impatto (come nel caso di Azimut Libera impresa in cui Human Foundation e Tiresia fungono da Comitato Scientifico rispetto all'impatto), per un imprenditore sociale questo è spesso difficile e soprattutto oneroso. È importante, pertanto, sostenere gli imprenditori sociali anche su questo tema. Una delle azioni più veloci per farlo potrebbe essere quella di prevedere in tutti i bandi e progetti dedicati agli enti del terzo settore consulenze specifiche per la misurazione dell'impatto. Ciò potrebbe essere vincolato contrattualmente o richiedendo a l'ETS di dedicare parte delle risorse ricevute alla misurazione dell'impatto, o erogando consulenza da personale dedicato. Appare importante legare strettamente l'erogazione di capitale al raggiungimento degli obiettivi d'impatto e quindi abilitare gli imprenditori sociali alla misurazione.

► Per lo sviluppo di competenze anche le **società profit** possono dare un contributo rilevante, per esempio, mettendo a disposizione delle "*office hours*" per il supporto dei progetti sociali. Ciò avviene spesso all'interno di politiche di CSR, in cui si abilitano i dipendenti a realizzare attività di volontariato esterno.



Va menzionato, anche solo per cenni, tutto il filone dell'*open innovation* in cui - in estrema sintesi - grandi corporate si affacciano al mondo delle startup con programmi di innovazione, che permettono alla grande società di innovare i propri prodotti o servizi erogati (ma anche i processi interni) grazie al rapporto (talora l'acquisizione) con piccole startup. A volte si tratta dell'istituzione di un vero e proprio veicolo di investimento (CVC) che permette di supportare queste startup economicamente. Questo meccanismo potrebbe rivelarsi particolarmente proficuo se declinato dal punto di vista dell'impatto: ogni grande corporate potrebbe individuare il filone *impact* più affine al proprio business e istituire un vero e proprio veicolo di supporto (accelerazione, investimento, ma anche solo trasferimento di competenze, validazione del servizio, network) ai progetti sociali.

## 2. Innovare gli attuali meccanismi finanziari

È stato più volte sottolineato, come elemento fondamentale, l'innovazione degli attuali meccanismi finanziari, nell'ottica di offrire capitali ibridi tra debito, *equity* e *grant*, più capaci di cogliere le specificità dei progetti a impatto. In estrema sintesi tempistiche diverse e sinergiche con il settore sociale - soprattutto in quegli ambiti in cui la realizzazione dell'impatto è per sua natura di lungo corso (es.

la rigenerazione urbana) - ritorni bilanciati sulla realizzazione degli obiettivi socio-ambientali, mitigazione del rischio in funzione dell'obiettivo, capacità di cogliere un pool di attori multi-stakeholder, incentivo all'attrazione di ulteriori capitali da altri investitori.

Vediamo nel dettaglio alcune delle principali strategie possibili che investitori, finanziatori e regolatori potrebbero adottare per innovare gli attuali meccanismi finanziari esistenti.

### ► **Ibridazione tra grant, debito ed equity**

La possibilità, in primis, di convertire parte dei grant in recoverable grants, o comunque forme che non siano puro fondo perduto è senza dubbio il primo passo per efficientare l'allocatione dei capitali all'impatto. In una logica che vuole allontanarsi dalla pura filantropia, rendere le erogazioni liberali maggiormente vincolate all'*equity* della società è senza dubbio il primo passo. Invitando il lettore a leggere il punto 7 del capitolo dei risultati, sottolineiamo come una serie di iniziative europee (Roots of impact in Francia ha creato un sistema di Social Impact Incentives, come strumento finanziario capace di premiare imprenditori ad alto impatto, con *premium payments* per la realizzazione dell'impatto sociale, all'interno della cornice di una *impact linked finance* che connette in modo univoco ricompense finanziarie al raggiungimento degli obiettivi sociali).



### ► Introduzione di capitali pazienti e/o di strumenti che abbiano tempistiche sinergiche ai progetti sociali

È importante, nell'innovare i meccanismi finanziari, che le tempistiche degli investitori corrispondano alla possibilità di effettiva realizzazione dell'impatto.

Dalla ricerca è emerso come in alcuni settori, per esempio quello della rigenerazione urbana, i risultati di impatto possono avvenire solo nel medio e lungo periodo. In questi casi, piuttosto che operare una "forzatura" nella definizione dei tempi di raggiungimento degli obiettivi dell'investitore, sarebbe meglio istituire veicoli verticali sulla tematica di impatto specifica assumendo tempistiche realistiche. Alcuni dei casi raccontati in questo report hanno avuto proprio questo beneficio: l'istituzione di capitali pazienti, verticalizzati su una problematica d'impatto per sua natura "lenta". D'altro canto, per tutti i progetti di investimento non verticali su di un singolo settore, vi è comunque la necessità di adattare le logiche *business as usual* e di adattarele con capitali maggiormente pazienti.

► Tema particolarmente complesso e dirimente è quello della **definizione del rendimento**. Da parte di molti practitioner è condivisa la necessità di cambiare l'approccio alla determinazione dei rendimenti attesi, considerando non solo la performance finanziaria ma anche

quella di impatto. L'introduzione di meccanismi di *pay4success* è senza dubbio un primo possibile passo. Ricompense e incentivi che siano intanto vincolate al raggiungimento dell'impatto hanno due implicazioni importanti: da una parte incentivare l'imprenditore a migliorare la qualità dell'impatto generato, dall'altra di obbligarne la misurazione.

► Destinare parte dei capitali di **fondi pensione, fondazioni bancarie, fondazioni, e soprattutto assicurazioni** ad ambiti *strictly impact* dovrebbe divenire una prassi imposta dal legislatore. Ad esempio, in Francia, grazie alla Legge Fabius del 19/02/2001, i fondi di solidarietà, noti come fondi "90-10", sono tenuti a investire tra il 5 e il 10% del loro patrimonio in organizzazioni riconosciute come "imprese di solidarietà". Questa regola, specifica per i fondi di risparmio solidale (*FCPE solidaires*), è stata applicata, in pratica, dai gestori dei fondi a tutti i fondi di risparmio solidale. Per aziende solidali intendiamo aziende che "producono beni o servizi ad alto valore sociale e/o ambientale. Agiscono in diversi ambiti e partecipano concretamente alla risoluzione di problemi di interesse generale: la lotta contro la disoccupazione, abitazioni, sviluppo dell'agricoltura biologica e delle energie rinnovabili, sviluppo dell'imprenditorialità nei Paesi in via di sviluppo, etc."

► In generale, un limite analizzato è



proprio quello della **forma giuridica**. Molteplici sono le esperienze dei fondi di investimento italiani (Oltre Impact con il primo veicolo d'investimento nato nel 2006, ma anche alimpact in alcuni degli investimenti fatti), che riscontrano difficoltà a investire nel terzo settore. Oltre a una serie di limitazioni di tipo culturale e di appetibilità di modelli, tempistiche, etc., vi è un primo vincolo proprio relativo alla forma societaria, che per sua natura impedisce la distribuzione degli utili ponendo barriere all'investimento. In risposta a questa difficoltà, si annoverano alcuni tentativi di investire in un veicolo (SRL), creato ad hoc e affiliato all'ente del terzo settore, al fine di consentire l'ingresso di un investitore. La creazione di un veicolo, oltre che essersi dimostrata spesso di scarso successo, è senza dubbio inefficiente. Sarebbe interessante esplorare la possibilità per queste forme giuridiche di aprire parziale distribuzione degli utili, vincolandolo alla realizzazione dell'impatto.

► Altro aspetto importante sta nell'innovazione del modello di **piano strategico di uscita** dall'investimento.

Rispetto a questo argomento, la ricerca non è stata in grado di apportare esempi concreti di successo, probabilmente per la giovinezza del mercato degli investimenti a impatto. Pur non essendo applicabile in maniera diretta e rapida al contesto

italiano, appare interessante il caso di *Patagonia*. Yvon Chouinard, fondatore della nota azienda di abbigliamento, nel valutare le possibilità di un'*exit*, un'IPO o una totale vendita della società, ha scelto di donare tutto il proprio *voting stock* a un trust non-profit (*Patagonia Purpose Trust*), per preservare la missione di tutela dell'ambiente dell'azienda e di creare un'organizzazione non-profit (*Holdfast Collective*) che detiene il restante *non-voting stock*. I profitti non reinvestiti nell'azienda saranno dati a *Holdfast Collective* per finanziare interventi di protezione della biodiversità. Questa scelta rappresenta una soluzione innovativa nel realizzare una exit che coinvolge gli stakeholder e la comunità.

### 3. Favorire la standardizzazione della misurazione d'impatto

L'obiettivo di questo punto è quello di comprendere la declinazione operativa della misurazione d'impatto a livello di alcuni gruppi di stakeholder.

► **A livello di start-up**, come detto, preponderante e crescente dev'essere il ruolo degli intermediari quali incubatori e acceleratori che, se crescenti in numero, avranno la capacità di creare una nuova generazione imprenditoriale orientata all'impatto. Su questo fronte però, si nota come le metodologie di misurazione spesso si adattano con difficoltà a progetti imprenditoriali in





uno stadio di vita iniziale. In questo senso, la linea d'azione consigliata è quella di creare network e soprattutto occasioni di confronto in cui mettere a sistema una metodologia adatta al mondo start-up. Capace quindi di essere sufficientemente *lean* da cogliere gli aspetti dinamici di enti così particolari.

Allo stesso tempo, bandi pubblici e privati dedicati al mondo delle start-up dovrebbero innanzitutto assumere maggiore focus sull'innovazione a impatto, superando la mera finalità di creazione di nuove imprese. Ciò sarebbe di stimolo agli imprenditori per intraprendere un processo di conversione del business verso un modello a impatto.

► **A livello di ETS**, cooperative e associazioni, è emersa la limitata capacità dei progetti di misurare l'impatto, con due principali spiegazioni: da una parte l'imprenditore sociale è fortemente concentrato nel "fare impatto", cosa che non implica automaticamente il saperlo misurare; dall'altra, la scarsa possibilità di investire risorse, lo rendono sempre un tema di secondaria importanza.

In questo senso alcune azioni potrebbero intervenire a supporto:

- la formazione di un numero crescente di profili e/o istituzioni specializzate in questo tipo di attività essenziale per il settore;
- promuovere l'obbligo di misurare

l'impatto, soprattutto in presenza di bandi pubblici;

► associare ai bandi e ai progetti dedicati agli ETS una formazione sulla misurazione d'impatto. Se il bando erogasse capitale, si potrebbe pensare di vincolarne una parte per la misurazione di impatto. Al tempo stesso l'ente erogatore del bando potrebbe fornire la competenza per effettuare una misurazione d'impatto accurata e duratura, affiancando il progetto con figure specializzate e definendo gli approcci di misurazione. Questo contribuirebbe a migliorare la qualità e comparabilità dei risultati della misurazione d'impatto, e faciliterebbe l'apprendimento di approcci e metodi di misurazione da parte dell'imprenditrice.

► Per quanto riguarda le **aziende corporate**, la sfida si gioca soprattutto nell'ambito del trasferimento delle competenze. Nonostante il bilancio di sostenibilità sia diventato uno strumento molto diffuso manca ancora una standardizzazione della definizione dei contenuti e delle tematiche materiali da includere ed escludere nella reportistica. In questo senso un approccio top-down che, per esempio, impegni le aziende alla rendicontazione dell'impatto insieme a quella della performance finanziaria, contribuirebbe a diffondere la misurazione dell'impatto. Al fine di evitare che queste disposizioni risultino in comportamenti meramente compilativi, è necessario continuare a lavorare sulla cultura



aziendale, evidenziando le opportunità di decisioni basate sull'integrazione di informazioni performance finanziaria, ambientale e sociale.

#### 4. Il ruolo del settore pubblico

Le principali criticità, eventuali ostacoli, ma anche forze abilitanti del settore pubblico sono state riportate nella sezione dedicata. Si riporta pertanto, di seguito, una lista di possibili strategie di intervento che il sistema pubblico potrebbe adottare per lo sviluppo dell'ecosistema. Le seguenti **linee di azione** potrebbero sovrapporsi in parte alle aree tematiche precedenti

► competenze imprenditoriali, innovazione dei meccanismi finanziari, misurazione dell'impatto – dato il ruolo significativo che il settore pubblico ha in queste. Nonostante ciò, è utile raggruppare in un filone unico le raccomandazioni rivolte al regolatore, in quanto specifiche e fortemente abilitanti. Tutti i partecipanti del Tavolo di Lavoro hanno convenuto che, se è vero che molto può essere fatto (e viene fatto) dagli enti privati, alcuni meccanismi non possono sbloccarsi se non con interventi ministeriali, regionali o comunali, a sostegno della messa a terra delle buone pratiche. Le azioni di sistema sono sempre le più potenti.

In sintesi, l'attore pubblico potrebbe intervenire attraverso:

► Un **rafforzamento delle garanzie** a favore di finanziamenti e investimenti

*impact*, in particolare alle start-up, per migliorare la capitalizzazione e le capacità finanziarie e imprenditoriali;

► La **facilitazione di collaborazioni** con il settore privato attraverso modelli di finanziamento ed erogazione di servizi che rispondano ai bisogni ambientali e sociali delle comunità;

► Il **supporto agli "intermediari"** (ad esempio acceleratori e incubatori impact), co-investendo e incoraggiando la transizione delle iniziative attuali all'impatto;

► L'**attribuzione nei bandi e nei finanziamenti** di risorse, finanziarie e non, alla misurazione d'impatto.



# DISCUSSIONE DEI RISULTATI

Come già menzionato, l'attività di ricerca non ha avuto la pretesa di fornire un punto di vista completamente inedito, quanto più di mettere in luce il confronto tra i punti di vista dei vari partecipanti ai tavoli e di individuare alcune "linee di azione" che potrebbero essere messe in atto per sostenere i modelli di business a impatto nel processo di crescita e **scaling**, attraverso approcci e competenze maggiormente imprenditoriali e conseguentemente più investibili.

Alcuni **aspetti di complessità e limiti metodologici** della ricerca:

1. Lo studio ha maggiormente posto in evidenza i fattori e i processi che condizionano la scalabilità dei modelli di business a impatto nell'ambito del terzo settore. Questo focus non è stato intenzionale, ma è emerso in parte a causa di una letteratura maggiormente consolidata e di un dibattito in sede di Tavolo di Lavoro particolarmente focalizzato su questa area.
2. L'ipotesi predominante nella ricerca è stata quella di considerare i modelli di business a impatto sempre intenzionati a scalare. Pur mettendo in luce limiti e divari nelle capacità e nelle risorse disponibili, non è stata messa in dubbio la volontà degli imprenditori di far crescere il proprio business a impatto, riprendendo quella visione culturale per cui, se un business è *impact*, fare maggiori volumi / prodotti / servizi significa fare più impatto. Ciò non sempre si verifica. Talora, gli imprenditori sociali non hanno intenzione alcuna di replicare, scalare, far crescere il proprio business, che vorrebbero

sempre rimanesse un progetto (magari di alta qualità) di scala limitata o locale.

3. Un'importante criticità della ricerca è stata la mancanza di un pieno e diretto coinvolgimento degli imprenditori, dando così maggiore spazio alla prospettiva dei finanziatori e degli investitori. Tuttavia, il punto di vista dei diretti interessati sarebbe stato senza dubbio utile e lo si considera come un primo miglioramento della ricerca, eventualmente per un secondo capitolo.
4. Infine, molti dei casi di studio presentati fanno involontariamente riferimento ad alcuni settori in particolare, per esempio quello del *social housing*. Pertanto, i risultati dello studio, incluse le *Linee guida*, sono in parte sbilanciati sulle specificità dei settori maggiormente dibattuti durante le riunioni del Tavolo di Lavoro. Questo è dipeso dal fatto che i partecipanti al Tavolo sono stati - volutamente - lasciati liberi di portare esempi e di trattare le tematiche da loro percepite come maggiormente rilevanti. L'azione correttiva, che potrebbe essere realizzata in una seconda fase di ricerca, potrebbe approfondire in maniera maggiormente mirata lo studio di casi appartenenti ad altri settori.

Questa attività di ricerca rappresenta un primo approccio al tema della definizione di modelli di business a impatto, a cui potrebbe seguire un ulteriore lavoro di approfondimento che consentirebbe di correggere e superare le suddette criticità.



# BIBLIOGRAFIA

Achleitner, A.-K., Heinecke, A., Noble, A., Schoning, M., & Spiess-knafl, W. (2011). Unlocking the Mystery. An introduction to social investment. *The Schwab Foundation for Social Entrepreneurship innovations*, (6): 3.

Banca Prossima. (2007). Statuto di Banca Prossima S.p.A. Milano: Banca Prossima. Tratto da [https://www.bancaprossima.com/portalWeb20/vetrina/bancaprossima/PDF\\_generici/Statuto\\_Banca\\_Prossima.pdf](https://www.bancaprossima.com/portalWeb20/vetrina/bancaprossima/PDF_generici/Statuto_Banca_Prossima.pdf)

Bengo, I., & Arena, M. (2019). The relationship between small and medium-sized social enterprises and banks. *International Journal of Productivity and Performance Management*.

Bengo, I., & Ratti, M. (2018, Nov 11). Datemi una leva... Nuovi Strumenti di filantropia e finanza per il sociale. *Rivista Impresa Sociale*.

Bloom, P., Smith, B. (2010). Identifying the drivers of Social Entrepreneurship Impact: Theoretical Development and an Exploratory Empirical Test of Scales. Duke University. *Journal for Social Entrepreneurship*

Borzaga, C. (2014). Prefazione: *L'impresa Sociale in Italia. Identità e sviluppo in un quadro di riforma*. Trento: IRIS Network.

Bridges Ventures. (2012). *Sustainable and Impact Investment. How We Define the Market*. London.

Bugg-Levine, & Goldstein, J. (2009). *Impact Investing: Harnessing Capital Markets to Solve Problems at Scale*. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco.

Bugg-Levine, A., Kogut, B., & Kulatilaka, N. (2012). A New Approach to Funding Social Enterprises. *Harvard Business Review*.

Bull, M., & Crompton, H. (2006). Business Practices in Social Enterprise. *Social Enterprise Journal*, 42-60.

Calderini, M. (2017). *Prefazione al Report 'Valore e Potenziale dell'impresa sociale'*. Social Impact Agenda per l'Italia.

Calderini, M., & Chiodo, V. (2018). La finanza sociale: l'impatto sulla dinamica domanda-offerta. *Rivista Impresa Sociale*, 11 Novembre.





Caulier-Grice, J., Davies, A., Norman, W., & Patrick, R. (2012). *TEPSIE: Growing Social Innovation*. Retrieved from The Young Foundation.

Chiappini, H. (2017). *Social Impact Funds*. *Palgrave Studies in Impact Finance*, 10.1007/978-3-319-55260-6\_2.

Coussa, G. (2019, January 24). To Impact Millions, The Social Sector needs to scale up. *Stanford Social Innovation Review*. Retrieved from [https://ssir.org/articles/entry/to\\_impact\\_millions\\_the\\_social\\_sector\\_needs\\_to\\_scale\\_scaling\\_up](https://ssir.org/articles/entry/to_impact_millions_the_social_sector_needs_to_scale_scaling_up)

Credit Suisse, & the Schwab Foundation for Social Entrepreneurship. (2012). *Investing for impact: how social entrepreneurship is redefining the meaning of return*. Geneva.

Deloitte. (2014). *The Millennial Survey; Big demands and High expectations*. Retrieved from <https://www2.deloitte.com/al/en/pages/about-deloitte/articles/2014-millennial-survey-positive-impact.html>

Fondazione Cariplo. (2011, 06 16). *Banca Prossima, Fondazione Cariplo entra nel capitale*. Tratto da Fondazione Cariplo: [http://www.fondazionecariplo.it/it/strilli/banca\\_probima\\_fondazione\\_cariplo\\_entra\\_nel\\_capitale.html](http://www.fondazionecariplo.it/it/strilli/banca_probima_fondazione_cariplo_entra_nel_capitale.html)

Fondazione Sodalitas. (2015). *Introduzione alla Finanza Sociale*. Milano: Fatti&Effetti.

GIIN. (2018). *Financing the Sustainable and Development Goals. Impact Investing in Action*. GLocal Impact Investing Network. Retrieved from <https://thegiin.org/research/publication/financing-sdgs>

Godsall, J., & Sanghvi, A. (2016). *How Impact Investing can reach the mainstream*. New York: McKinsey.

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

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

J.P. Morgan. (2010). *Impact Investing: An emerging Asset Class*. Morgan Markets.

Maduro, M., Pasi, G., & Misuraca, G. (2018). *Social Impact investment in the EU*. Finan-



*cing strategies and outcome oriented approaches for social policy innovation: narratives, experiences and recommendations*, EUR 29190 EN. Luxembourg: Publication Office of the European Union, ISBN 978-92-79-81783-0.

Morganti, M. (2015, Aprile 30). *Banca Prossima Siamo Noi*. (TV2000, Intervistatore)

Murphy, P. J., & Coombes, S. M. (2009). A Model of Social Entrepreneurial Discovery. *Journal of Business Ethics*, 87: 325-366. doi:10.1007/s10551-008-9921-y

Musella, M. (2018). Riformare la legge sull'impresa sociale: si può fare! *Rivista Impresa Sociale*.

Nicholls, A. (2010). The institutionalization of Social Investment: the interplay of investment logics and investor realities. *Journal of Social Entrepreneurship*, 1(1): 70-100.

Paton, R. (2003). *Managing and Measuring Social Enterprises*. SAGE.

Rangan, K., Appleby, S., & Moon, L. (2011). The Promise of Impact Investing. *Harvard Business School*, Background Note No. 512-045.

Reeded, N., & Colantonio, A. (2013). *Measuring impact and non-financial returns in impact investing. A critical overview of concepts and practice*. London: London School of Economics and Political Science.

Reifner, U. (2006). *Financial Literacy in Europe*. Hamburg: Nomos Publishers.

Social Impact Investment Task Force. (2014). *La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia*. Rapporto Italiano, Social Impact Investing Task Force, Roma.

Sonen Capital. (2013). *Evolution of an Impact Portfolio*. San Francisco.

the Schwab Foundation for Social Entrepreneurship; Technische Universität München. (2011). *Social Investment Manual: An Introduction for Social Enterprises*.

Tiresia. (2018). *Social Impact Outlook*. Torino.

Varga, Hayday, E. a., & Malcom. (2016). *A recipe book for social finance - A practical guide on designing and implementing initiatives to develop social finance instruments and markets*. European commission, Directorate-General for Employment, So-



cial Affairs and Inclusion: Luxembourg: Publication Office of the European Union.

Venturi, P. (2017). *Valore e Potenziale dell'Impresa Sociale. Economie plurali per generare progresso e impatto sociale*. Social Impact Agenda; AICCON.

Venturi, P., & Zandonai, F. (2014). *Rapporto sull'Impresa Sociale*. Trento: IRIS Network.

Verga, R. (2017). Riforma del Terzo settore, come cambia 10 domande e risposte sulla nuova legge. *Corriere della Sera - Buone Notizie*.

Wilkinson, C. (2015). *A map of social enterprises and their ecosystems in Europe*. Brussels: Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion.

Yang, C.-L., Rong-Hwa, H., & Lee, Y.-C. (2014). Building a performance assessment model for social enterprises-views on social value creation. *Science Journal of Business and Management*, 2(1): 1-9.



# CREDITS

## **Curatori della ricerca:**

Filippo Montesi, Segretario Generale,  
Social Impact Agenda per l'Italia

Susanna Potenza, (Oltre Impact) -  
Ricercatrice per il Tavolo di Lavoro SIA

Laura Toschi, Professoressa Associata  
in Imprenditorialità & Gestione  
dell'Innovazione, Università di Bologna e  
Coordinatrice del tavolo di Lavoro SIA

## **Partecipanti al tavolo di lavoro:**

Francesco Abbà, Cgm Finance

Matteo Bartolomeo, a|impact

Laura Bettinelli, Assobenefit

Cristian Bevacqua, Oxfam Italia

Matteo Bina, AC75 Startup Accelerator

Alice Borrello, Tiresia -  
Politecnico di Milano

Francesca Brunori, Confindustria

Marielda Caiazza, Ministero dello  
Sviluppo Economico

Maria Rosaria Caputo, Intesa Sanpaolo

Giuliana Carducci, BNL- BNP Paribas

Salvatore Casabona, Assofondipensione

Manuela Cedarmas, Investcorp-Tages

Helen Chiappini, Università D'Annunzio

Andrea Cornetti, Azimut Libera Impresa

Daniela Curcio, Cassa Depositi e Prestiti

Luca de Benedictis, Aiccon –  
Università di Bologna

Marco Gerevini, Fondazione Social  
Venture Giordano Dell'Amore

Paolo Ghezzi, Infocamere

Saverio Giorgio, Uniroma1

Aldo Guastella, UniCredit

Karina Karlechuk, Notomia Srl

Sara Lai, Banco BPM

Roberto Manca Bitti, BNL – BNP Paribas

Laura Penna, Impact Consultant

Vincenzo Povia, Intesa Sanpaolo

Gianluca Randazzo, Banca Mediolanum

Donatella Ravenna, Intesa Sanpaolo

Stefano Rovelli, Generali

Domenico Siclari, Fondazione Enasarco

Giuseppe Torluccio, Yunus Centre –  
Università di Bologna

Laura Toschi, Università di Bologna

Marco Traversi, Project Ahead Impresa  
Sociale Cooperativa

Anna Voltolini, Gruppo Cooperativo CGM

## **Partecipanti alle interviste:**

Martina Muggiri, SocialFare

Ilaria Pais, a|cube



# **APPENDICE - CASI DI STUDIO**



## Personae - a|cube | Social Fare

### COSA:

Acceleratore promosso da CdP, nell'ambito dell'iniziativa della rete Nazionale di Accelerator sostenuta dal Fondo Acceleratori e sostenuto da altri co-investitori. Specificatamente dedicato alle startup di welfare, da intendere come benessere fisico, psicologico e lavorativo dell'individuo.

**QUANDO:**  
2022

Il programma di accelerazione nasce per supportare la crescita di una nuova generazione di startup impegnate nello sviluppo di servizi, modelli o prodotti innovativi nell'ambito del welfare. Nato dall'unione di forze dei due principali incubatori a impatto italiani, il programma offre 100k€ di investimento in un progetti che rispondono efficacemente alla vulnerabilità sociale. Con 4 mesi di accelerazione, l'acceleratore è attualmente in fase di selezione delle startup, che si chiuderà a dicembre 2022. La crescente difficoltà del settore pubblico di rispondere a determinati bisogni sociali, lascia spazio al privato per l'erogazione degli stessi. La sfida dell'acceleratore è proprio quella di individuare le migliori proposte nei temi del benessere fisico, emotivo, psicologico, lavorativo.



**AMBITO:**  
Acceleratori/Incubatori



## Next Age

### COSA:

Acceleratore lanciato in collaborazione con CDP Venture Capital specificatamente dedicato alle startup della silver economy.

**QUANDO:**  
2021

L'obiettivo di NextAge è quello di sviluppare un hub dell'innovazione nella Silver Economy attraverso la partecipazione diretta di startup, aziende corporate, centri di ricerca ed investitori nazionali e internazionali. Le startup ricevono supporto finanziario e operativo con il contributo del team del programma di accelerazione e dei suoi partner per scalare a livello globale. Con un massimo di 10 startup a batch e un primo investimento di 100k€, NextAge ha presentato le prime startup, attive in vari aspetti della vita di una persona anziana.

### CRITICAL SUCCESS FACTORS:

- ▶ Focalizzazione su un problema sociale urgente e circoscritto
- ▶ Collaborazione con numerosi esperti di settore, anche in ambito di misurazione di impatto
- ▶ Allocazione di capitale pubblico in forma ibrida non soltanto all'innovazione «in senso lato», ma anche al tema di impatto



**AMBITO:**  
Acceleratori/Incubatori

### CRITICAL ASPECTS:

- ▶ le startup spesso non hanno consapevolezza di generare impatto e non sentono bisogno di comunicarlo, ancor meno di misurarlo.
- ▶ Gli acceleratori con tematiche a impatto sono ancora una minoranza sul totale, pur rappresentando una leva importante di innovazione.



## Impact Grant - FSVGDA

**COSA:**  
strumento innovativo

**QUANDO:**  
maggio 2022

Lanciato per la prima volta da Fondazione Social Venture Giordano Dell'Amore, nel maggio 2022, questo strumento innovativo si colloca a cavallo tra grant ed equity, creando un «ponte» tra risorse filantropiche e di investimento.

Grazie all'adozione di particolari strumenti giuridici e contrattuali, introduce una componente di premialità: se la società beneficiaria dell'investimento raggiunge determinati obiettivi di impatto sociale pre-concordati, **una parte dell'investimento si trasforma in contributo a fondo perduto.**

L'obiettivo è di incentivare il raggiungimento degli obiettivi di impatto e di rafforzare il capitale del beneficiario, con evidenti vantaggi sulla sua capacità di accedere ad altre forme di finanziamento e di attrarre nuovi investimenti.

Il primo ente a beneficiarne è la cooperativa Vesti Solidale, finanziata con 300mila euro, di cui 200mila in forma di investimento tradizionale e 100mila in forma di "investimento autoestinguibile": qualora gli obiettivi

sociali vengano raggiunti, quest'ultima parte dell'investimento diventerà riserva indivisibile e non distribuibile della cooperativa.

### **Benefici:**

- ▶ Incentivare l'imprenditore all'impatto
- ▶ Rafforzare patrimonialmente il beneficiario
- ▶ Diffondere la cultura dell'impatto
- ▶ Mitigare il rischio dell'investitore



**AMBITO:**  
**Strumenti finanziari innovativi**



## UniCredit – Social Impact Banking

**COSA:**  
Attività di Social Impact Banking in una banca commerciale e capillare sul territorio, come UniCredit

Avviate nel 2017 in Italia, ed estese a partire dal 2019 anche a gran parte degli altri Paesi in cui Unicredit è presente, le attività ad impatto sociale di Unicredit si svolgono su tre filoni principali:

**Impact Finance:** finanziamenti a Medio Lunto Termine a imprese profit e no profit impegnate nel raggiungimento di specifici obiettivi ad impatto sociale

**Inclusive Finance:** Microcredito a microimprese con difficoltà di accesso all'offerta bancaria tradizionale

**Educazione Finanziaria:** programma di alfabetizzazione finanziaria rivolto agli studenti delle scuole secondarie di secondo grado in Italia

### **CRITICAL SUCCESS FACTORS:**

- ▶ **Impact finance:** misurazione d'impatto strutturata ed introduzione di meccanismi di «pay4success» al raggiungimento di obiettivi di impatto.
- ▶ **Microcredito:** riduzione del costo del capitale grazie a garanzie di portafoglio del Fondo Europeo degli Investimenti che consentono di ridurre il costo del rischio e l'applicazione di condizioni finanziarie calmierate



**AMBITO:**  
**Strumenti finanziari innovativi**



# Fondazione Housing Sociale

## COSA:

Istituzione di una fondazione focalizzata sulla promozione dell'Housing Sociale in Italia

## QUANDO:

2004-Oggi

Nata nel 2004, Fondazione Housing Sociale è attiva su tutto il territorio nazionale, e ha una rete di collaborazioni, dal Sistema Integrato dei Fondi («SIF») di CDP alle principali Sgr immobiliari, dalle fondazioni di origine bancaria alle cooperative di abitanti.

Il SIF è nato all'interno del "Piano Nazionale per l'Edilizia abitativa", con l'obiettivo di offrire risposta strutturata alla domanda di alloggi a canoni accessibili.

Il SIF ha alla base un Fondo di Investimenti per l'Abitare (FIA), gestito da una società di gestione del risparmio, CDP Immobiliare sgr, di cui l'Associazione delle Fondazioni di origine bancaria ha promosso l'istituzione e una serie di fondi locali etici dedicati a iniziative di housing sociale, promosse dagli stakeholder attivi sui territori (amministrazioni locali, fondazioni di origine bancaria, aziende per la casa, operatori privati e del privato sociale) e che operano per l'interesse pubblico

e l'utilità sociale. FHS propone un progetto integrato basato sulle seguenti attività: progettazione del concept urbanistico e architettonico, design dei servizi, community development, placemaking, analisi finanziaria, comunicazione e divulgazione.

## CRITICAL SUCCESS FACTORS:

- ▶ non è il modello sociale che si è adattato alla finanza, ma viceversa
- ▶ favorita la presenza dove i prezzi di mercato, affitto e vendita, sono più elevati
- ▶ gap di mercato tra pubblico e privato che crea uno spazio in cui intervenire
- ▶ interesse e sostegno degli enti locali
- ▶ alta qualità del prodotto
- ▶ problema sociale urgente
- ▶ mixité per non creare l'effetto ghetto
- ▶ integrazione con il territorio

- ▶ accompagnamento e gestione della comunità (gestore sociale)
- ▶ costo del capitale ridotto dato dalla missione sociale
- ▶ capitali pazienti di lungo o lunghissimo periodo
- ▶ meccanismi finanziari nuovi:
  - ▷ tempistiche più adatte
  - ▷ incentivo all'impatto nel meccanismo di finanziamento



FHS



Case Study -  
Tavolo di Lavoro



Programma  
nazionale di  
Housing Sociale

**AMBITO:**  
**Social Housing**





# Fondo Infrastrutture per la Crescita ESG – gestito da Azimut Libera Impresa SGR SpA

## COSA:

Fondo di investimento ad impatto in infrastrutture che generano una crescita positiva sull'economia, l'ambiente e la società con un approccio ESG, per realizzare una redditività di lungo periodo con distribuzioni periodiche a favore degli investitori.

Raccolto 520M da 19 investitori istituzionali (cashe previdenziali, fondazioni, assicurazioni, ecc) con l'obiettivo di raggiungere la soglia di 785M.

L'allocazione del capitale – tra investimenti diretti in infrastrutture o indiretti in società target che gestiscono e sviluppano infrastrutture - è destinato ai settori: sanitario (ospedali, Case di Cura, RSA, diagnostica), educativo (scuole, università), abitare e co-living (studentati, senior housing, ostelli), ambiente e società (fibra ottica, cavi sottomarini, energia rinnovabile, mobilità elettrica, infrastrutture tecnologiche e in generale investimenti rivolti alla transizione energetica, ambientale e digitale del Paese).

Per supportare gli aspetti legati alla Sostenibilità nella gestione degli Investimenti, il Fondo è sostenuto da un Comitato Tecnico - i cui

membri possiedono una comprovata competenza nei settori di investimento del Fondo e vantano significative esperienze in ambito Sostenibilità – affiancato da Advisor Scientifici selezionati (Human Foundation e Tiresia del Politecnico di Milano). Per conformare gli investimenti del Fondo agli aspetti ESG il processo prevede che le operazioni di investimento vengano analizzate ex-ante dagli Advisor Scientifici e approvati dal Comitato Tecnico che fornisce preliminarmente spunti relativi ai settori di intervento in cui a livello nazionale vi è carenza di offerta. L'analisi di sostenibilità degli Advisor Scientifici prevede l'assegnazione di uno score di compatibilità al Piano ESG degli investimenti del Fondo rinveniente da 11 dei 17 SDGs adottati dalle Nazioni Unite nel 2015 riguardanti le tre dimensioni ESG. Il Fondo perfeziona investimenti che raggiungono un grado di compatibilità sufficiente al Piano ESG degli Investimenti del Fondo. Per ciascun investimento è prevista l'elaborazione degli Obiettivi di Impatto da perseguire attraverso il monitoraggio periodico e la misurazione degli impatti generati. L'attribuzione del processo di analisi a valutatori esterni assicura maggiore indipendenza e rigore rispetto



al giudizio sui contenuti ad impatto.

## CRITICAL SUCCESS FACTORS:

- ▶ una rete capillare di principali consulenti e operatori specializzati nel settore delle infrastrutture sociali aiuta a individuare i progetti allineati allo scopo del Fondo.
- ▶ l'esistenza di Advisor Scientifici nonché Valutatori di Impatto esterni permette una misurazione efficace e oggettiva degli impatti generati dai singoli investimenti;
- ▶ la verticalizzazione sul settore delle infrastrutture, con un team di esperti di settore nonché con la presenza di un Comitato Tecnico sono fattori abilitanti alla realizzazione di un impatto ben definito
- ▶ nonostante il settore generalmente capital intensive, lo strumento di equity funziona bene in questo caso, anche grazie all'orizzonte temporale allineato allo sviluppo dei progetti di investimento.



Azimut Libera Impresa SGR SpA



Case Study - Intervista e Tavolo di Lavoro



Fondo Infrastrutture per la Crescita ESG

**AMBITO:  
Infrastrutture Sociali**



## CDP – Social Housing Bond

### COSA:

Bond destinato a progetti di residenza sociale

### QUANDO:

2020

CDP ha emesso un bond da €750M destinato a supportare interventi di edilizia residenziale sociale, con iniziative dedicate alle fasce di popolazione più deboli, che da un lato non possono permettersi le soluzioni proposte dal mercato immobiliare privato, e dall'altro risultano non possedere i requisiti per accedere alle liste dell'Edilizia Residenziale Pubblica. Nonostante l'Italia sia un paese con il più alto livello di proprietà immobiliare, un numero consistente di famiglie vive in condizioni di povertà e disagio abitativo.

Durata 10 Anni | Ammontare nominale €750M | Cedola annuale 1,00%

### SUCCESSO:

Oltre 270 investitori hanno partecipato all'operazione, con una domanda superiore ai €5mld (ben 6,5 volte superiore all'offerta finale):

- ▶ 235 progetti di Social Housing
- ▶ 11.412 beneficiari delle iniziative

### CRITICAL SUCCESS FACTORS:

- ▶ Capacità di attrarre investimenti attraverso la definizione del problema sociale in modo chiaro, circoscritto, puntuale.
- ▶ Efficacia nel ridurre il gap di prezzo tra pubblico e privato.
- ▶ Importanza nell'intensificare il dialogo con gli investitori sulle politiche di investimento sostenibile.



**AMBITO:**  
Social Housing



## SocialFare – UnoBravo

### COSA:

Caso di Successo di una Start-up ad impatto che ha concluso un importante round di investimento

### QUANDO:

2022

Unobravo nasce nel 2019 con una visione molto chiara: rendere più accessibile il sostegno psicologico attraverso la terapia online. Nasce così una piattaforma digitale tramite la quale è possibile trovare lo psicologo più adatto alle proprie necessità e con il quale avviare il percorso di terapia online. SocialFare ha creduto nel team, prima ancora che nel business, quando la startup aveva solo delle primissime metriche, il modello ancora in fase di validazione e il prodotto in fase di MVP (solamente un sito web realizzato dalla founder, no app o prodotto digitale dedicato).

### SUCCESSO:

La startup, è passata in appena un biennio da poche decine di pazienti a supportarne oltre 40mila. Oggi conta una équipe di 2mila psicologi e un core team di oltre 105 persone. Nel febbraio 2023 ha raggiunto 1 milione di sedute erogate in totale. Nel Luglio del 2022 ha concluso un importante round di investimento da 17 milioni di euro, guidato dal fondo americano Insight Partners, al suo primo investimento italiano.

### CRITICAL SUCCESS FACTORS:

- ▶ time to market giusto
- ▶ modello di business profittevole (eccellente rapporto CAC / LTV) con ottime metriche d'impatto
- ▶ team con forte competenza sul mercato di riferimento, forte leadership della founder
- ▶ brand equity: accessibilità della terapia e contrasto del relativo "stigma" con posizionamento unico, valori e tone of voice estremamente efficaci
- ▶ l'accelerazione è stata indispensabile soprattutto nella velocità della crescita e nella strutturazione della strategia e delle competenze imprenditoriali (core team iniziale solo psicologhe), così come il knowledge transfer grazie al mentor, che ha rivoluzionato la startup



**AMBITO:**  
Startup di successo - Scalabilità



# Programma Rinascimento Bergamo - Intesa Sanpaolo

## COSA:

30M per piccole imprese e piccoli esercizi che compongono il tessuto economico locale

## QUANDO:

2020

Rivolto a realtà produttive di dimensioni ridotte che non beneficiano delle agevolazioni o degli interventi promossi dalle istituzioni centrali o regionali. Sono stanziati €10 M a fondo perduto per sostenere le chiusure forzate dal covid, €20M di «prestiti d'impatto» per consentire alle piccole imprese bergamasche di adattare i propri spazi e servizi al nuovo contesto di "convivenza" con il Covid-19.

I prestiti prevedono lunghe scadenze e tassi vantaggiosi rispetto ai valori medi di mercato. Ne beneficiano anche le attività che hanno vissuto una forte contrazione di fatturato, anche dopo la riapertura, per esempio quelle della filiera del turismo, o le start-up che sviluppano soluzioni legate ai nuovi stili di vita tipici del contesto post-Covid, come la mobilità sostenibile.

## CRITICAL SUCCESS FACTORS:

► affiancamento alle imprese (knowledge transfer) per la progettazione degli interventi ideati



Intesa Sanpaolo



Case Study -  
Tavolo di Lavoro



Programma  
Rinascimento

## AMBITO:

**Sviluppo del Tessuto Locale**

- strumenti finanziari innovativi con un mix adeguato di grant e debito (fondo perduto + prestiti agevolati)
- collaborazione stretta tra ente pubblico (comune di Bergamo) e privato (Intesa Sanpaolo), con il supporto del terzo settore: affiancamento, monitoraggio e rendicontazione sono stati affidati a CESVI Fondazione Onlus



## **Social Impact Agenda per l'Italia**

Sede Legale: Via Bruxelles, 59 00198, Roma Tel. +39.06.3243000  
E-mail: [segreteria@socialimpactagenda.it](mailto:segreteria@socialimpactagenda.it) Codice Fiscale: 97879100580

---

[www.socialimpactagenda.it](http://www.socialimpactagenda.it)

