

TIRESIA IMPACT OUTLOOK 2019

IL CAPITALE
PER L'IMPATTO SOCIALE
IN ITALIA



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

Tiresia © Novembre 2019



Politecnico di Milano

School of Management

Campus Bovisa La Masa

Via Raffaele Lambruschini, 4/B 20156 – Milano



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

www.tiresia.polimi.it

tiresia-dig@polimi.it

Progetto grafico di Margherita Motta

www.margheritamotta.info

TIRESIA IMPACT OUTLOOK 2019

IL CAPITALE
PER L'IMPATTO SOCIALE
IN ITALIA

INDICE

1.	L'imperativo dell'impatto e la radicalità necessaria	2
<hr/>		
2.	Executive summary	8
<hr/>		
3.	Nota metodologica	12
<hr/>		
3.1.	L'offerta di capitali	13
3.2.	Soggetti investiti	18
<hr/>		
4.	Risultati	20
<hr/>		
4.1.	La triade dell'impatto	21
4.2.	I numeri della finanza per l'impatto	26
4.3.	Caratteristiche degli impieghi di capitali	28
4.4.	Processo di impiego di capitale	34
4.5.	Rischio e rendimento	42
4.6.	I prossimi passi della finanza per l'impatto	45
<hr/>		
5.	L'identità dell'impatto	50
<hr/>		
	Indice dei grafici	54
<hr/>		
	Ringraziamenti	57
<hr/>		

1. L'IMPERATIVO DELL'IMPATTO E LA RADICALITÀ NECESSARIA

Il 2019 è stato un anno particolarmente significativo per la finanza per l'impatto. La nuova centralità dell'agenda sostenibile nella coscienza collettiva, insieme ad alcuni fatti significativi interni al sistema economico, come la ormai celeberrima lettera dell'amministratore delegato di *Blackrock*¹ o il manifesto della *Business Roundtable*², e le relative prime pagine di tutti i giornali del mondo, il *Financial Times* su tutti, hanno segnato la definitiva consacrazione tra gli attori economici della sostenibilità come *the new normal*.

Per questa ragione, qualcuno si è spinto a definire il periodo che intercorre tra la fine primavera del 2018 e l'estate del 2019 come l'anno d'oro della sostenibilità e dell'impatto, con questo intendendo non tanto l'esplosione dell'attenzione popolare e dei media quanto piuttosto il fatto che il sistema economico ha internalizzato il tema, proponendosi come attore proattivo nella ricerca di risposte alle grandi sfide ambientali e sociali.

Molti hanno salutato come ottima notizia l'ascesa dell'imperativo della sostenibilità nella coscienza collettiva e la definitiva presa d'atto del sistema economico della necessità di affrontare le grandi sfide sociali attraverso un ripensamento del modo di fare impresa e finanza. Molti altri hanno messo in guardia dalle possibili derive di opportunismo e ambiguità che questo può portare con sé ma è certamente difficilmente contestabile che ciò rappresenti un salto di paradigma estremamente significativo.

Qualunque sia la genesi e la natura di questo crescente protagonismo di imprese e grandi gestori finanziari, gli esiti virtuosi di questa trasformazione dipenderanno largamente dal modo in cui questa avverrà.

Vi sono infatti oggi, alla fine del 2019, molte traiettorie possibili di evoluzione del cosiddetto nuovo capitalismo: alcune genuinamente orientate a un ripensamento radicale del modello imprenditoriale e finanziario; molte altre chiaramente improntate a una rivisitazione di facciata che nasconde una volontà di puro adattamento e conservazione di privilegi e rendite di posizione o semplicemente una mancanza di

percezione dell'urgenza delle sfide che abbiamo di fronte. Ciò vale per il modo di fare impresa, per il modo di fare finanza e financo per il modo di fare politica.

Occorre quindi collocare la riflessione in una prospettiva evolucionista, domandandosi quali forme di ingaggio del sistema economico con l'imperativo dell'impatto e della sostenibilità prevarranno in questo processo trasformativo. È inoltre rilevante chiedersi, se all'esito di tale trasformazione, lo stesso sistema economico saprà mettere in atto comportamenti e strumenti tali da affrontare radicalmente e strutturalmente i problemi che abbiamo di fronte nei prossimi anni o invece prevarrà un trasformismo di maniera.

La finanza per l'impatto è una delle tante manifestazioni di questo tentativo di elaborare modelli imprenditoriali e finanziari compatibili con la dimensione delle sfide sociali e ambientali. Quando nel 2013 David Cameron lanciò la *Task Force* del G8³, la priorità era l'advocacy politico-istituzionale, l'evangelizzazione, la diffusione della consapevolezza che l'impatto sociale dovesse essere messo al centro delle strategie di investimento dei grandi operatori finanziari. Oggi la necessità si è completamente ribaltata: preservare il significato dell'obiettivo, l'integrità del concetto e delle intenzioni e far salire la ricerca delle soluzioni allo stesso rango decisionale della ricerca dei rendimenti. L'importante non è includere tutti in un grande movimento collettivo, ma tenere fuori chi abusa della parola, chi diluisce il concetto, chi snatura il significato. O meglio, trovare un ragionevole equilibrio tra questi due estremi. Questo non per il semplice fastidio di vedere qualcuno fare profitti con *green* o *impact-washing*, ma perché se non preserviamo l'integrità del concetto ne perdiamo completamente la vera forza trasformativa sulla società e questo, oggi, nessuno può permetterselo. A breve, se non già oggi, qualunque investimento o prodotto finanziario verrà aggettivato come responsabile, inclusivo, sostenibile, a impatto; questo diluirà il senso delle parole fino a farle diventare inutili e a questo punto aver messo la sostenibilità al centro

¹ *A sense of Purpose*, <https://www.blackrock.com/hk/en/insights/larry-fink-ceo-letter>

² *Statement on the Purpose of a Corporation*, <https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2019/08/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures.pdf>

³ Ora *Global Steering Group on Impact Investing*, <https://gsgii.org/>

del dibattito e dell'agire dei soggetti economici e finanziari si trasformerà da grande opportunità a occasione sprecata. A festeggiare saranno quelli che intravedono nella narrativa della sostenibilità di facciata una potentissima arma di conservazione dello status quo.

È per questo che, se prima era giusto essere tolleranti e inclusivi, adesso diventa invece importante essere divisi e persino settari. Fino a ieri, qualunque sforzo, piccolo o grande, profondo o superficiale, vero o falso - anche quelli che sapevamo perfettamente essere inutili e strumentali - doveva essere accolto nella grande famiglia della finanza sostenibile, perché l'obiettivo era creare massa, numeri, consenso. Essendosi innescata inarrestabile, per fortuna, una dinamica di appropriazione del valore della sostenibilità, è probabilmente giunto il tempo di non accontentarsi di qualunque cosa abbia tracce di verde o di buono e invece diventare un po' esclusivi, accogliendo solo ciò che ha una reale capacità trasformativa. Per queste ragioni il presente studio, insieme a celebrare l'imperativo dell'impatto come elemento sostanziale e imprescindibile del ripensamento del modo di fare finanza, sceglie un'impostazione fortemente improntata alla radicalità nella definizione dello stesso.

Radicalità che si traduce nel porre la triade *intenzionalità-misurabilità-addizionalità* alla base della definizione di finanza per l'impatto utilizzata per circoscrivere il perimetro di indagine.

Di conseguenza, questo perimetro esclude gli approcci generalmente definiti ESG o tematici, pur riconoscendone la legittima appartenenza al grande insieme della finanza sostenibile. Il rapporto non ha quindi per oggetto l'ampio insieme degli strumenti definibili come finanza sostenibile; ma il più ristretto sottoinsieme di ciò che definiamo finanza per l'impatto sociale.

Ciò naturalmente individua una nicchia molto speciale di strumenti, più piccola rispetto alla dimensione complessiva dei mercati finanziari, al punto di essere esposta al rischio di irrilevanza, con qualche fondata ragione, dal punto di vista dei numeri. Tuttavia, pur di fronte a questo rischio, rivendichiamo l'importanza di questo sottoinsieme, di cui fanno parte attori che sono portatori di uno specifico agire finanziario: un modo di fare finanza generativo e non estrattivo, un modo di fare finanza

solution-first, nel quale il sostegno a modelli imprenditoriali capaci di offrire soluzioni concrete ai problemi sociali emergenti viene prima, o almeno insieme, alla ricerca dei rendimenti.

Questo rapporto è quindi dedicato alla finanza per l'impatto strettamente definita. Infatti riteniamo che questo approccio possa dare un contributo importante e positivo al modo in cui la grande finanza *mainstream* saprà offrire risorse e strumenti alla causa dello sviluppo sostenibile. In altre parole, noi crediamo che questo segmento ancora piccolo sia in verità il laboratorio di una trasformazione paradigmatica di proporzioni e significati ben più grandi di quanto non sia la sua effettiva dimensione attuale.

Meno chiaro è il modo in cui questo laboratorio contribuirà alla trasformazione del modo di fare investimenti: se crescendo al punto da diventare esso stesso *mainstream*, se per contaminazione, per competizione o se semplicemente offrirà modelli di ruolo o dimostratori. La risposta risiede largamente nella traiettoria evolutiva che la finanza per l'impatto prenderà nei prossimi anni. Esattamente dieci anni fa, nel 2009, un rapporto del *Monitor Institute* proponeva questo duplice possibile scenario: essere inclusivo svuotandosi di significato o di radicalizzarsi rischiando l'isolamento e l'irrilevanza.

"The risk that investing for impact will ultimately be too hard. Here, hype, poor thinking, and sloppy execution would cause so much disappointment that relatively little capital would wind up in this new style of investing. The will to overcome the typical challenges facing a messy, new industry could disappear as investors simply give up too soon, especially in the face of strong macroeconomic headwinds".

"The risk that investing for impact will ultimately be too easy. Here, the definition of social and environmental impact could turn out to be so loose and diluted as to be virtually meaningless. At best, this outcome would turn this type of investing into a "feel good" rather than a "do good" exercise. At worst, it could actually divert capital away from philanthropy, decreasing the resources dedicated to confronting serious societal challenges".⁴

⁴ *Investing for Social & Environmental Impact*, Monitor Institute 2009, p. 6.

Questa edizione del Tiresia Impact Outlook, oltre a fornire il consueto quadro sulla dimensione e la dinamica della finanza per l'impatto in Italia, si interroga su quale dei due scenari prefigurati stia prevalendo e quale sia la natura fondamentale delle numerose iniziative che abbiamo visto proliferare sul mercato italiano negli ultimi diciotto mesi. Lo abbiamo fatto nella convinzione che la finanza per l'impatto sia nata in primo luogo come pratica attraverso una serie di importantissime iniziative pionieristiche di professionisti e innovatori ma manchi ancora di una concettualizzazione seria, di una teoria robusta (ad esempio una modellizzazione affidabile della funzione di utilità dell'investitore a impatto) e anche di una teoria della giustizia sociale a cui fare riferimento.

Questa ricerca non offre tali risposte ma prova ad analizzare alcuni elementi caratterizzanti del comportamento degli investitori, cercando di articolare la semplice definizione di "una finanza che rinuncia a un po' di rendimento in cambio di impatto sociale" in un insieme di elementi costitutivi del modo di agire dell'investitore a impatto.

Investire in impatto sociale significa investire in cambiamenti significativi, sia previsti che non, delle condizioni di benessere delle comunità (al netto di ciò che sarebbe ugualmente avvenuto anche senza l'intervento)⁵. Rispetto ad approcci di investimento responsabili, ESG, etici, valoriali, SRI e simili, che si fondano su una generica volontà di rispetto dei valori ambientali, morali e/o sociali, l'impiego per l'impatto sociale si contraddistingue per l'intenzione esplicita di generare un impatto sociale positivo misurabile, senza rinunciare a produrre, al contempo, un ritorno accettabile per l'investitore. La finanza per l'impatto inserisce dunque, nel paradigma rischio-rendimento, l'impatto sociale ovvero il contributo positivo dato dall'iniziativa al contesto sociale nel quale si colloca.

Li definiamo quindi, per gli scopi del nostro rapporto, investimenti o finanziamenti fatti a beneficio di organizzazioni, attività di impresa e fondi che posseggono le seguenti tre caratteristiche fondamentali.

La prima è l'intenzionalità: l'impatto sociale è ricercato intenzionalmente e l'investimento viene dichiaratamente effettuato con lo scopo di perseguire un risultato positivo per la comunità.

Ciò si traduce in un'esplicita dichiarazione "ex ante" e nella ricerca proattiva di attività che perseguano come obiettivo la creazione di valore sociale.

La seconda è la misurabilità: gli impatti sociali che si intendono generare, oltre che essere stabiliti ex ante, devono essere individuati in modo da poter essere misurabili. Gli obiettivi sociali infatti devono essere misurati (quantitativamente e/o qualitativamente) con lo scopo di poter definire ex ante gli impatti attesi ed ex post verificare se gli impatti attesi siano stati effettivamente ed efficacemente raggiunti. La misurabilità è una caratteristica fondamentale anche durante la fase di monitoraggio dell'attività in quanto il sistema di misurazione può essere utilizzato come strumento gestionale dalle organizzazioni oggetto di investimento.

La terza è l'addizionalità: gli investimenti ad impatto sociale intervengono in aree sottocapitalizzate, ovvero in quelle aree di attività che verrebbero altrimenti escluse da qualsiasi altro investitore perché in tali aree il mercato non offre rendimenti ritenuti in linea con le aspettative degli investitori tradizionali. Significa, in sostanza, essere disponibili ad accettare *disproportionate risk-adjusted returns* in cambio di un impatto sociale intenzionalmente perseguito.

Oltre alla generazione di impatto sociale, quindi un ritorno sociale dell'investimento, gli investimenti ad impatto implicano il raggiungimento di un ritorno economico, costituito almeno dalla restituzione del capitale ed eventualmente da un rendimento economico aggiuntivo. E', quindi, comune che le attività oggetto di investimenti ad impatto sociale siano caratterizzate da un trade-off tra rendimento sociale e rendimento economico: il raggiungimento di un impatto sociale maggiore richiede di rinunciare ad una quota di rendimento economico e viceversa. Questo aspetto è ovviamente la questione dirimente e ciò che separa il resto del vasto insieme della finanza sostenibile dalla finanza per l'impatto. Ed è esattamente questo che regola la maggiore o minore radicalità degli approcci e proprio su questo si gioca la possibilità di trovare un ragionevole punto di equilibrio che eviti alla finanza per l'impatto di infilarsi in uno dei due scenari fallimentari più sopra descritti. Per rendere meno straniante la questione della rinuncia al rendimento, è forse importante sottolineare che sarebbe sbagliato identificare

⁵ Nicholls A., Nicholls J., Paton R. (2015), "Measuring Social Impact", in Nicholls A., Emerson J., Paton R. (eds.), *Social Finance*, Oxford University Press, Oxford.

l'investitore ad impatto, in quanto investitore, con la semplice disponibilità ad accettare rendimenti inferiori, ad esempio per ragioni etiche o filantropiche. Piuttosto, vogliamo più realisticamente immaginare gli investitori a impatto come soggetti per i quali la scelta degli investimenti viene prevalentemente guidata dalla volontà di impiegare i propri capitali in iniziative in grado di trovare soluzioni concrete a problemi sociali irrisolti e di costituire dei modelli replicabili, in modo da poter trovare in futuro capitali commerciali attratti dalla bontà della soluzione ed un rapporto rischio-ritorno adeguato. Di conseguenza, in quanto guidati primariamente dall'intento di trovare una soluzione, gli investitori sono anche disposti ad accettare rendimenti non in linea con le normali aspettative, dato un certo livello di rischio.

Con la nozione di finanza per l'impatto illustrata in queste righe, ci siamo disposti ad analizzare lo stato degli investimenti e dei finanziamenti per l'impatto in Italia nel 2019.

Il mercato nazionale è ancora giovane e mal definito. Pochi numeri, pochissime serie storiche, evidenze poco più che aneddotiche, molte intenzioni e ancora relativamente pochi fatti. Uno scenario nel quale abbiamo cercato di fare luce con l'unico strumento disponibile date queste caratteristiche del mercato, una serie di interviste strutturate che abbiamo somministrato alla stragrande maggioranza dei protagonisti della finanza per l'impatto in Italia: tutti coloro che si sono resi disponibili all'intervista tra una popolazione di circa sessanta soggetti individuati con il metodo illustrato nelle pagine seguenti. Inoltre, abbiamo deciso di rivolgere l'attenzione ai soggetti investiti, per la parte *equity* della finanza per l'impatto, per comprendere dal lato della domanda di capitali quali fossero le aspettative, i comportamenti e gli ostacoli dei soggetti imprenditoriali che in ultima istanza si propongono di produrre un impatto sociale per la società.

Abbiamo tenuto sullo sfondo il contributo, peraltro quasi irrilevante, della politica. Un attore che o trascura la questione, non cogliendola nella sua enorme valenza e potenzialità politica; o la interpreta maldestramente riproducendo bizzarramente comportamenti, strumenti e modalità molto simili a quelli della finanza *mainstream* più opportunistica e debole nel *sense of purpose*, ovvero ancora non dispone di strumenti amministrativi e competenze per realizzare le iniziative, come nel caso delle

pubbliche amministrazioni locali.

All'esito di questo lungo lavoro empirico ci siamo convinti che tutto si giochi in un *act of balance*, la ricerca di un punto di equilibrio nel quale la finanza per l'impatto esce dall'irrelevanza dimensionale pur mantenendo la propria forza trasformativa, il punto nel quale riesce ad essere insieme significativa e significativa, il punto nel quale può portare un contributo virtuoso, in termini di modelli e valori, alla finanza *mainstream* che si accinge ad ingaggiarsi con la grande sfida della sostenibilità sociale ed ambientale.

In conclusione, le numerose classificazioni e definizioni su cui tanto ci appassioniamo, si ridurranno ad una dicotomia molto più semplice: finanza estrattiva contro finanza generativa e sarà forse su questo dualismo che si giocherà un bel pezzo del nostro futuro sostenibile.

2. EXECUTIVE SUMMARY

Il **Tiresia Impact Outlook 2019** offre una descrizione aggiornata dello **stato dell'arte della finanza per l'impatto sociale** in Italia ed alcune riflessioni sulle possibili traiettorie di sviluppo della stessa. L'analisi è basata su **58 interviste** strutturate ad operatori sia dal lato dell'offerta sia della domanda di capitali.

Il perimetro della finanza per l'impatto, e gli operatori che appartengono allo stesso, è stato individuato attraverso un'**apposita metodologia** che ha permesso di rilevare tutti coloro che hanno dichiarato di svolgere, o di avere intenzione di svolgere, attività riconducibili al **perimetro della finanza per l'impatto** sia attraverso strumenti equity sia attraverso gli strumenti del credito in Italia.

La metodologia è basata su una definizione inclusiva di finanza per l'impatto: un'ampia gamma di **investimenti e finanziamenti** basati sull'assunto che i capitali privati, talvolta in combinazione con i fondi pubblici, possano **intenzionalmente contribuire a creare impatti sociali positivi** e, al tempo stesso, **rendimenti economici**.

Gli operatori così identificati sono stati profilati in base alle loro caratteristiche e all'approccio utilizzato nelle loro attività riconducibili alla finanza per l'impatto, descritto attraverso una triade di elementi qualificanti, la cosiddetta **triade dell'impatto: intenzionalità, misurabilità e addizionalità**.

In base al posizionamento su queste tre dimensioni, gli operatori sono stati classificati in **tre insiemi** che descrivono **diversi livelli di aderenza** ad un teorico modello di finanza per l'impatto: **quasi impact, impact e strictly impact**.

Il principio di **intenzionalità** ispira **tutti gli operatori intervistati**; la misurabilità dell'impatto, pur essendo un elemento ritenuto fondamentale dalla maggior parte di essi, non viene tradotto nella pratica da circa metà degli operatori per la difficoltà di identificare metodologie e strumenti appropriati. Tuttavia, il 25% degli operatori pensa di poter strutturare un proprio sistema di misurazione dell'impatto sociale nel prossimo futuro. L'**addizionalità** è un principio applicato dalla metà degli intervistati, con **interpretazioni piuttosto eterogenee**.

Vi sono solo **8 operatori** (23% degli intervistati) che dichiarano di utilizzare **la triade completa** e quindi di rispondere all'interpretazione più radicale della nozione di finanza per l'impatto; mentre il restante **77% interpreta in modo più flessibile e ampio** il proprio operare nell'ambito della finanza per l'impatto. Ciò dimostra che il **paradigma della finanza per l'impatto** è oggi ancora estremamente fluido, caratterizzato da interpretazioni e modi di agire estremamente eterogenei, che si è ancora molto distanti dall'individuazione di un *dominant design* ed ancor di più dal poter considerare la finanza per l'impatto una nuova *asset class*.

Considerando tutte e tre gli insiemi individuati – *quasi impact*, *impact* e *strictly impact* - il totale dei **capitali impiegati per l'impatto dal 2006 in Italia è circa 8 miliardi di euro**. Di questi gli investimenti in **equity** effettuati dai soggetti intervistati è pari a **1.263,4 mln €** (15,7% del totale degli impieghi). Il totale dei finanziamenti erogati dagli intervistati, sotto forma di **credito** alle organizzazioni ad impatto sociale è pari a **6.767,8 mln €** (84,3% del totale degli impieghi). Va sottolineato che c'è una forte polarizzazione degli investimenti equity verso la categoria *strictly impact*, mentre gli operatori del mercato del credito popolano in larga misura le categorie *impact* e *quasi impact*.

Nel 2019, il totale degli **asset gestiti dagli operatori equity** è pari a **1.824,75 mln€**, di cui l'11% classificabili come *strictly impact*. Gli **asset gestiti** dagli operatori equity **cresceranno del 19%** nel prossimo anno.

Rispetto alle aree di impatto sociale obiettivo degli investimenti e dei finanziamenti, classificate secondo i 17 SDGs delle Nazioni Unite, prevale l'obiettivo **"Buona occupazione e crescita economica"** (73,7% degli operatori) seguito da **"Imprese, innovazione e infrastrutture"** (65,8%).

Per quanto riguarda i rendimenti attesi, il **60% degli intervistati** dichiara **aspettative di rendimento inferiori** rispetto ai normali valori di mercato. Per i **soli investitori equity**, i **rendimenti attesi si attestano tra il 2% e il 5%** per il 73% degli operatori. Per chi opera nel mercato del credito, i rendimenti attesi sono prevalentemente in linea con gli ordinari tassi di mercato.

Per quanto riguarda il **rischio** finanziario associato alle operazioni di finanza per l'impatto, l'insieme di intervistati ha dato risposte eterogenee: il **45,5%** dichiara un **rischio maggiore** delle operazioni ordinarie, mentre il 42,4% in linea ed un 15,2% inferiore. È rilevante osservare che la percezione di maggiore rischiosità è sensibilmente differente tra investitori equity e operatori sul **mercato del credito**, essendo questi ultimi più orientati ad una **percezione di rischio minore**.

L'analisi delle **caratteristiche del modello di business** è il **criterio di screening** delle opportunità di impiego più utilizzato (**83,3%**) dagli operatori, seguito dal **potenziale del progetto imprenditoriale di rispondere a un bisogno sociale** (66,7%) e dalle **competenze manageriali e tecniche del team** (30%). Da ciò si evince che l'**impatto sociale** per un terzo degli operatori rappresenta una **generica condizione di eleggibilità** dell'operazione finanziaria ma non un criterio di screening vero e proprio.

Per quanto riguarda le modalità di **determinazione degli obiettivi di impatto sociale** nel corso della transazione, gli operatori dichiarano una **modalità prevalentemente negoziale**, con un ragionevole bilanciamento di potere contrattuale tra le parti. Se si restringe il campo ai soli investitori equity, la determinazione degli obiettivi risulta particolarmente negoziale e condivisa, mentre per gli operatori del credito la definizione degli obiettivi appare decisamente più sbilanciata a favore del finanziatore.

Quasi il 40% degli operatori non internalizza gli obiettivi sociali nella transazione finanziaria. Infatti, nel 53% delle transazioni, gli intervistati dichiarano che nella contrattualizzazione dell'investimento **non sono stati**

previsti dei target in termini di outcome o impatti sociali da raggiungere entro il termine dell'investimento.

Tra gli operatori che utilizzano la misurazione di impatto, il 57,1% utilizza una metodologia di misurazione proprietaria, ovvero sviluppata *ad hoc* per l'organizzazione. Inoltre, **il 35% degli intervistati utilizza la misurazione dell'impatto come strumento di pianificazione, gestione e rendicontativo.**

Tra le motivazioni che gli operatori indicano quando richiesti di esplicitare le ragioni per cui utilizzano approcci e strumenti riconducibili alla finanza per l'impatto, prevale il **business development** (80% degli operatori), seguito da **elementi valoriali** (42%) e adattamento alla **trasformazione sistemica** percepita (40%).

Le ragioni per le quali i soggetti che hanno ricevuto investimenti equity si sono rivolti ad un operatore della finanza per l'impatto sono prevalentemente riconducibili all'**allineamento valoriale e motivazionale** (73% degli operatori), seguito dalla **necessità di beneficiare di servizi non finanziari specializzati** e da **motivi reputazionali**.

Tra le **strategie di exit**, in generale riconosciute dagli operatori come un possibile ostacolo agli investimenti, prevalgono l'**acquisizione delle quote da parte di altri investitori** e il **management buyout**; ancora irrilevante è l'aspettativa della possibile nascita di mercati organizzati per i titoli a impatto sociale.

Dal punto di vista delle **barriere** che ostacolano lo sviluppo dell'industry, prevalgono la **manca di competenze finanziarie dei soggetti investiti**, **debolezza dei social business model** ed un'**assenza di politiche pubbliche adeguate**.

Specularmente, tra le **azioni necessarie a sviluppare l'industry**, viene segnalata una necessità di **azioni di capacity building tra le imprese che perseguono obiettivi di impatto sociale**, lo sviluppo di azioni pubbliche volte alla semplificazione, nuovi schemi di partenariato pubblico-privato, la modellizzazione e l'omologazione dei processi e dei metodi utilizzati nei processi di investimento. Coerentemente, il 60% degli intervistati considera il settore pubblico l'attore decisivo nell'imprimere un'accelerazione all'industry, seguito dalle fondazioni.

3. NOTA METODOLOGICA

3.1. OFFERTA DI CAPITALI

3.2. SOGGETTI INVESTITI

3.0. Nota Metodologica

Lo studio offre una descrizione dello stato dell'arte della finanza per l'impatto nel contesto italiano e alcune riflessioni preliminari sulle sue dinamiche evolutive.

La presente sezione dettaglia a livello metodologico le diverse fasi della ricerca.

La ricerca è stata disegnata in modo da leggere l'intero ecosistema, analizzando il punto di vista degli operatori dell'offerta di capitale, della domanda e dell'allineamento tra queste ultime.

La raccolta dei dati è stata condotta in due fasi: un'analisi preliminare tramite focus group e un'analisi approfondita attraverso interviste semi-strutturate. Durante il focus group, che ha coinvolto un gruppo selezionato di 20 esperti, sono state affrontate alcune tematiche al fine di raccogliere spunti per la strutturazione del protocollo dell'intervista semi-strutturata. Il focus group è una metodologia funzionale a raccogliere informazioni generali su un nuovo fenomeno, per verificare le

ipotesi di ricerca e per conoscere la prospettiva della popolazione sull'argomento di studio⁶.

Il focus group è stato strutturato in quattro parti: "Domande della ricerca e percezione dei professionisti: quale allineamento?", "L'identità della finanza per l'impatto sociale", "La natura della finanza per l'impatto sociale" e "Il futuro della finanza per l'impatto sociale". In ogni sessione, gli esperti sono stati invitati a rispondere a domande chiuse con scelte multiple attraverso una piattaforma online e a esprimere le proprie idee sull'argomento nei momenti di discussione aperta. La raccolta dei dati attraverso la piattaforma è stata strutturata in un database, mentre le discussioni aperte codificate tramite il metodo dell'analisi tematica.

Questo primo approfondimento ha permesso la definizione delle questioni successivamente affrontate nelle interviste. Inoltre, alcuni dei principali spunti emersi dal dibattito sono contenuti nelle conclusioni dello studio.

3.1. L'offerta di capitali

La popolazione oggetto della ricerca è stata definita attraverso una *desk research* delle organizzazioni che hanno dichiarato di operare, dichiarano di operare o di essere intenzionate a farlo nel prossimo futuro in Italia con strumenti e strategie riconducibili alla finanza per l'impatto. La *desk research* è stata condotta con l'ausilio della banca dati LexisNexis, che consente di analizzare l'esposizione mediatica rispetto a specifici temi. In particolare, sono state utilizzate alcune *keywords* tra le più comuni nella letteratura accademica sull'argomento. La ricerca è stata poi ulteriormente approfondita attraverso

l'analisi di documentazione messa a disposizione dalle singole organizzazioni e con un approccio *snowballing*. Il campionamento *snowballing* prevede che gli individui della popolazione, durante l'intervista e grazie alla loro conoscenza del fenomeno, segnalino altri possibili partecipanti allo studio. Questo processo ha portato all'identificazione di 61 soggetti⁷ (Grafico 1). Le organizzazioni identificate sono state contattate per partecipare alla ricerca, di queste il 77% ha acconsentito. A valle delle interviste e dell'analisi documentale di materiali veicolati dalle organizzazioni stesse, 11 soggetti

⁶ Khairul, B. M. (2008). Case Study: A Strategic Research Methodology. *American Journal of Applied Sciences*, 5 (11), 1602-1604.

⁷ Coerentemente con le edizioni passate, si è deliberatamente deciso di non includere nella ricerca gli investimenti specializzati esclusivamente in housing sociale - che più che legittimamente possono essere considerati come una forma di finanza per l'impatto - poiché questo è un settore che, per maturità e specificità, mostra delle sue peculiarità difficilmente aggregabili alle altre tipologie analizzate.

sono stati esclusi dalla popolazione, perché non risultavano rispondenti ai criteri di inclusione/ esclusione definiti per la ricerca: operatori (o soggetti strutturati per operare nel prossimo futuro) che effettuano investimenti o erogano finanziamenti in Italia, adottando un approccio di ricerca proattiva dell'impatto sociale. Coerentemente con questi parametri si è scelto di non includere nella popolazione attori che si dedicano all'advisory, oppure che operano in un'ottica esclusivamente ESG/SRI o di donazione. La popolazione si è quindi attestata a 50 soggetti.

Sono state condotte 48 interviste semi-strutturate sulla base di un protocollo personalizzato secondo la tipologia di operatore. L'intervista affrontava le seguenti tematiche: il confronto sulla definizione di finanza per l'impatto, la descrizione dell'organizzazione, i volumi degli impieghi, le caratteristiche delle transazioni finanziarie e del target di impiego dei capitali e un'opinione soggettiva sulle dinamiche di sviluppo del fenomeno della finanza per l'impatto. L'analisi dei dati è stata condotta in primo luogo attraverso un processo di codifica⁸ delle trascrizioni delle interviste e la costruzione di un database. Nel processo di codifica, sono state induttivamente sintetizzate le categorie di analisi per interpretare i risultati. Come risultato del processo di selezione sopra descritto, 38 operatori sono stati considerati per la fase di analisi dei dati. Il numero di risposte (*n*) analizzate nella presentazione dei risultati può variare a seconda delle tematiche affrontate poiché collegato ad una specifica domanda precedente o

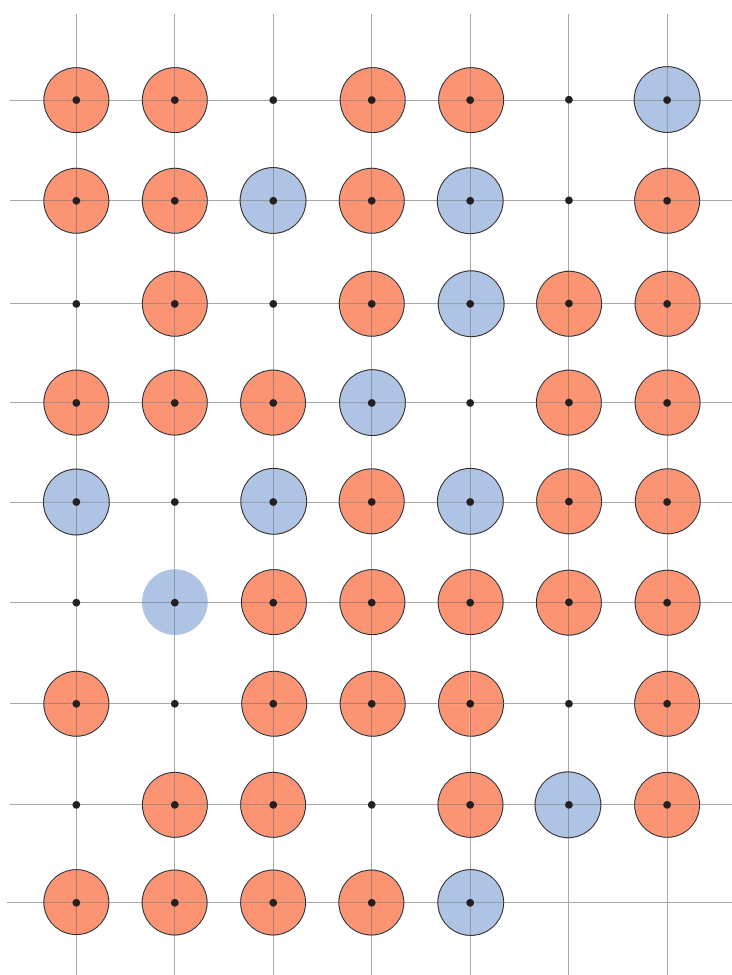
perché alcuni operatori non hanno espresso la loro opinione in merito.

Di seguito si riporta una descrizione delle caratteristiche degli operatori⁹ inclusi nella ricerca. Alcune evidenze sono presentate, oltre che per il sottoinsieme degli intervistati, anche per l'intera popolazione, laddove è stato possibile reperire informazioni pubblicamente disponibili.

1 Processo di identificazione e selezione degli operatori dell'offerta di capitali

n=61

- Soggetti identificati
- Intervistati
- Soggetti esclusi dalla popolazione
- Soggetti analizzati



⁸ Marshall, C. & Rossman, G. B., (1999). Designing Qualitative Research. London: Sage Publications.

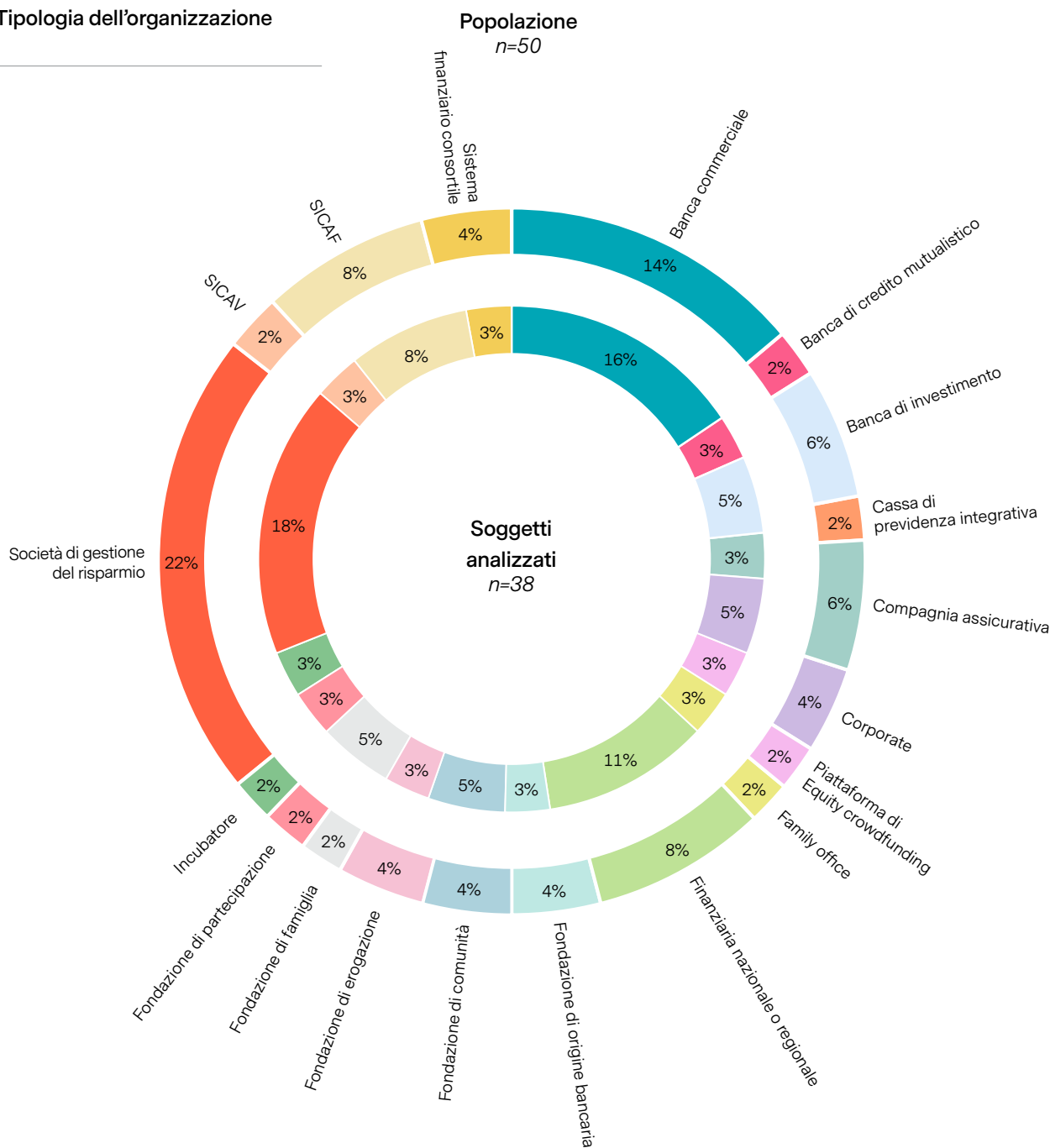
⁹ Con il termine "operatori", si intende riferirsi ai soggetti che impiegano i capitali.

Tipologia dell'organizzazione

Nel seguente Grafico 2 viene mostrata la ripartizione per tipologia di organizzazione degli operatori dell'offerta di capitali inclusi nella popolazione e nel sottoinsieme degli intervistati. Vale la pena sottolineare che una parte dei soggetti – il 34% della popolazione ed il 39,5% degli intervistati – agisce come operatore che

eroga i capitali sia direttamente alle organizzazioni dell'economia sociale sia a intermediari finanziari. L'80% degli operatori (della popolazione e degli intervistati) investe nell'equity¹⁰ delle organizzazioni, mentre il 20% finanzia le organizzazioni attraverso l'erogazione di credito¹¹.

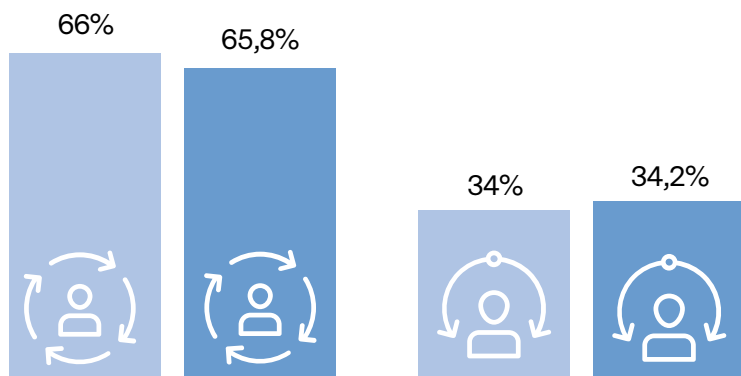
2 Tipologia dell'organizzazione





¹⁰ Nel seguito del report, i soggetti che impiegano i propri capitali con strumenti di equity saranno definiti "investitori".

¹¹ Nel seguito del report, i soggetti che impiegano i propri capitali tramite l'erogazione di credito saranno definiti "finanziatori".

Gli operatori sono stati classificati sulla base del peso e della centralità che le attività legate all'impatto assumono all'interno dell'organizzazione, come mostrato nel Grafico 3¹².



3 Centralità delle attività a impatto

- Popolazione (n=50)
- Soggetti analizzati (n=38)
-  Operatori specializzati in attività dedicate all'impatto
-  Operatori generalisti con attività dedicate all'impatto

Distribuzione geografica e andamento storico

Gli operatori sono ripartiti geograficamente in base alla sede legale, come presentato nel Grafico 4.



4 Distribuzione geografica

Popolazione n=50

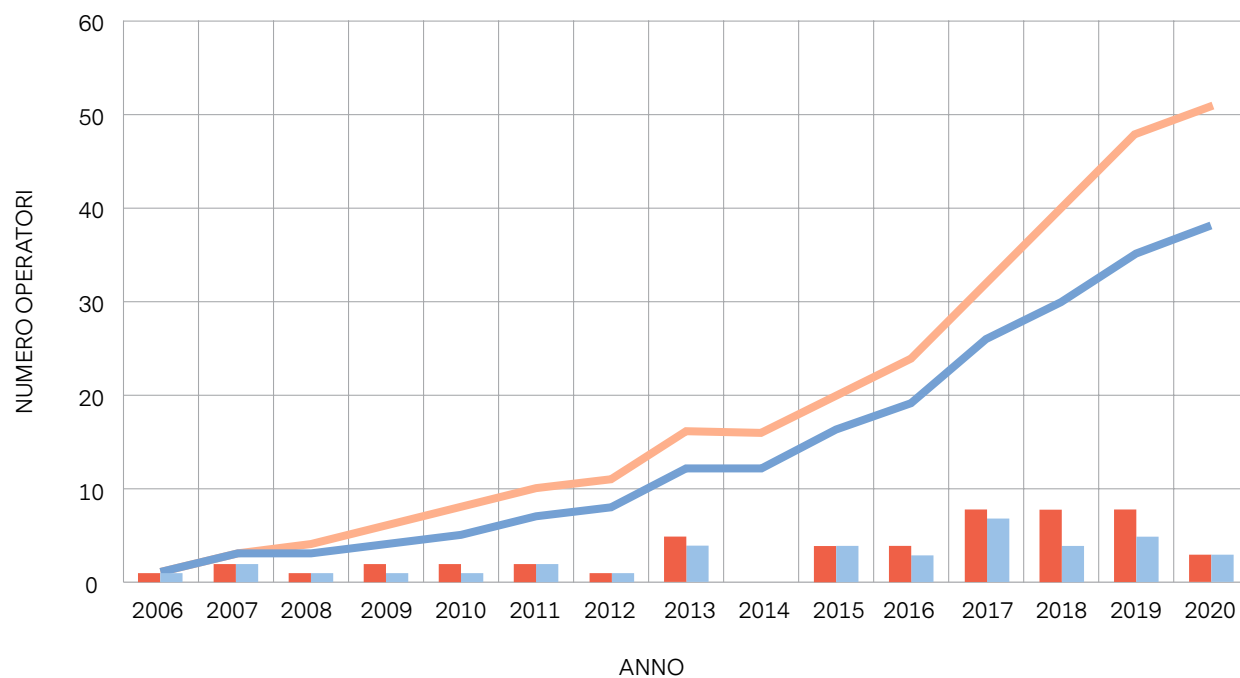
- Milano (32%)
- Torino (18%)
- Roma (16%)
- Estero (14%)
- Altro - Italia (20%)

Soggetti analizzati n=38

- Milano (29%)
- Torino (21%)
- Roma (16%)
- Estero (13%)
- Altro - Italia (21%)

¹² La classificazione è una rielaborazione del team di ricerca.

Il seguente Grafico 5 rappresenta il popolamento progressivo dell'industry sulla base dell'anno di avvio delle attività degli operatori classificabili nel perimetro della finanza ad impatto sociale.



5 Andamento storico puntuale e cumulato

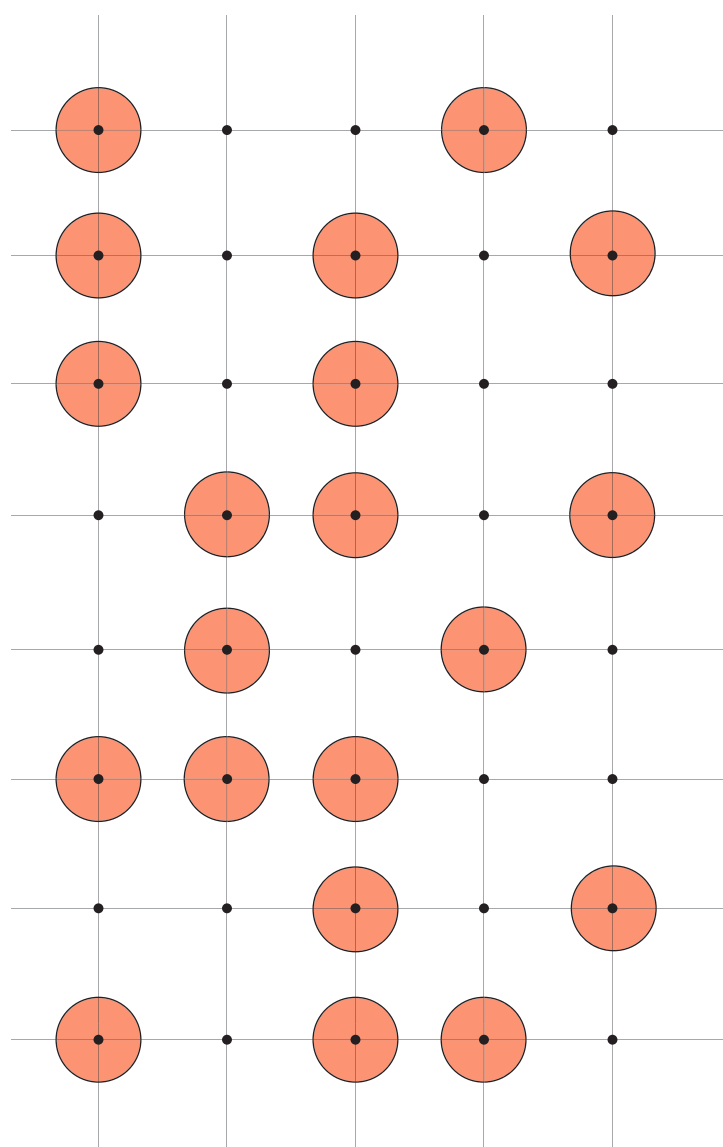
- Numero cumulato degli operatori della popolazione ($n=50$)
- Numero cumulato degli operatori analizzati ($n=38$)
- Numero puntuale degli operatori della popolazione entranti nell'industry ($n=50$)
- Numero puntuale dei operatori analizzati entranti nell'industry ($n=38$)

3.2. Soggetti investiti

Per approfondire la relazione tra offerta e domanda di capitali di impatto, sono stati studiati, tramite *desk research*, i portafogli degli operatori che hanno investito in equity e classificati come *strictly impact* (vedi sezione 4.1) individuando 40 soggetti investiti (Grafico 6). Questi soggetti hanno ricevuto gli investimenti dal 2013 al 2019, come dettagliato nel Grafico 7.

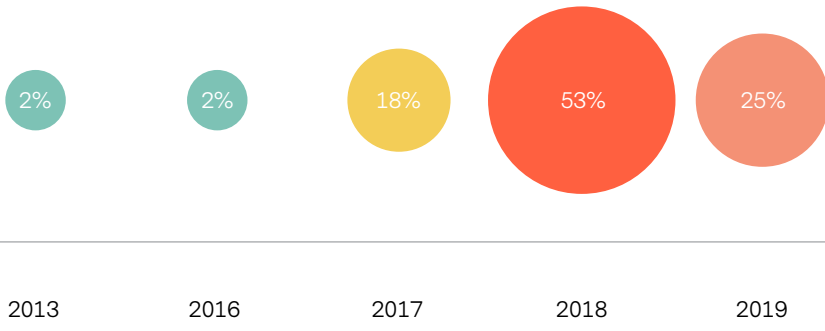
La scelta di restringere il campo agli operatori *strictly impact* è dettata dalla volontà di analizzare i comportamenti di investimento di coloro che più compiutamente interpretano la nozione di finanza

per l'impatto così come definita in questo studio. È stato intervistato il 50% dei soggetti investiti identificati sulla base di un protocollo semi-strutturato, predisposto specularmente a quello sottoposto agli operatori dell'offerta di capitali. Tra i temi trattati, in aggiunta si è discusso del rapporto tra l'investito e il suo investitore in termini di presenza nella governance, di processo di negoziazione e di monitoraggio degli obiettivi sociali. L'analisi dei dati raccolti è stata svolta secondo lo stesso procedimento descritto nella sezione 3.1.



6 Processo di identificazione dei soggetti investiti
 $n=40$

- Soggetti identificati
- Intervistati
- Soggetti analizzati



7 Deal flow negli anni
n=40

4. RISULTATI

- 4.1. LA TRIADE DELL'IMPATTO
- 4.2. I NUMERI DELLA FINANZA PER L'IMPATTO
- 4.3. CARATTERISTICHE DEGLI
IMPIEGHI DI CAPITALE
- 4.4. PROCESSO DI IMPIEGO DI CAPITALI
- 4.5. RISCHIO E RENDIMENTO
- 4.6. I PROSSIMI PASSI DELLA
FINANZA PER L'IMPATTO

4.0. Risultati

Questa sezione descrive i risultati dell'analisi, riportando il dettaglio delle risposte degli operatori dell'offerta di capitali. L'analisi dell'offerta di capitali è alternata a approfondimenti (nelle sezioni denominate "Analisi di allineamento") che si concentrano sulla relazione tra investitore

(*equity-strictly impact*, n=8) e loro i soggetti investiti (n=40)¹³.

Alcune delle domande non prevedevano la scelta di risposte mutualmente esclusive; di conseguenza, per certi risultati, le risposte degli operatori sono classificati in più di una categoria.

4.1. La triade dell'impatto

In apertura dell'intervista è stato chiesto agli operatori di esprimere un parere soggettivo sul livello di adesione alle caratteristiche che secondo

gli estensori della ricerca dovrebbero concorrere alla definizione della finanza per l'impatto sociale: *Intenzionalità, Misurabilità, Addizionalità*.

Intenzionalità

L'impatto sociale è ricercato intenzionalmente e l'investimento viene dichiaratamente effettuato con lo scopo di perseguire un risultato positivo per la comunità. Ciò si traduce in un'esplicita dichiarazione "ex ante" e nella ricerca proattiva di attività che perseguano come obiettivo la creazione di valore sociale.

Misurabilità

Gli impatti sociali che si intendono generare, oltre che essere stabiliti ex ante, devono essere individuati in modo da poter essere misurabili. Gli obiettivi sociali infatti devono essere misurati (quantitativamente e/o qualitativamente) con lo scopo di poter definire ex ante gli impatti attesi ed ex post verificare se gli impatti attesi siano stati effettivamente ed efficacemente raggiunti.

La misurabilità è una caratteristica fondamentale anche durante la fase di monitoraggio dell'attività in quanto il sistema di misurazione può essere utilizzato come strumento gestionale dalle organizzazioni oggetto di investimento.

Addizionalità

Gli investimenti ad impatto sociale intervengono in aree sottocapitalizzate, ovvero in quelle aree di attività che verrebbero altrimenti escluse da qualsiasi altro investitore perché in tali aree il mercato non offre rendimenti ritenuti in linea con le aspettative degli investitori tradizionali. Significa, in sostanza, essere disponibili ad accettare "disproportionate risk-adjusted returns" in cambio di un impatto sociale intenzionalmente perseguito.

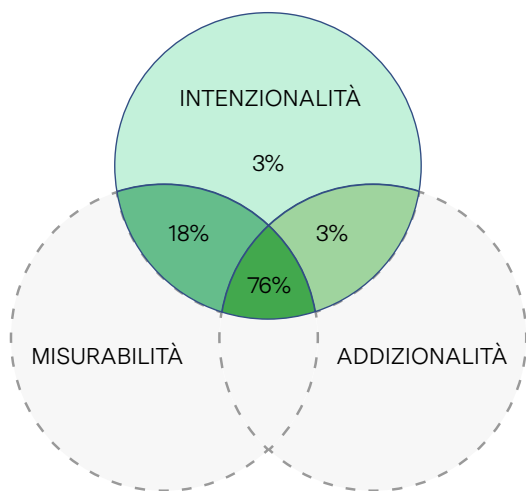
¹³ Per alcuni dimensioni analizzate, si riportano i risultati soltanto dei soggetti investiti che sono stati intervistati (n=20).

Inoltre, la questione è stata approfondita passando dal **piano teorico** a quello **pratico**, per comprendere se e come questi principi siano incorporati nel processo di impiego dei capitali.

La triade dell'impatto in teoria

Tutti gli operatori intervistati ritengono che l'intenzionalità sia un elemento imprescindibile per definire il perimetro della finanza per l'impatto. Il 6% è, invece, in disaccordo con l'utilizzo del principio di misurabilità (Grafico 8). La motivazione principale adottata è che l'impatto sociale non può essere quantificato e che le metodologie fino ad oggi

sviluppate non sono sufficientemente affidabili e fruibili. L'elemento più controverso risulta essere l'addizionalità, per cui la più alta percentuale (21%) di soggetti non ritiene opportuno perimetrare il concetto di finanza per l'impatto secondo questo principio perché considerato troppo restrittivo.



8 La teoria dell'impatto in teoria

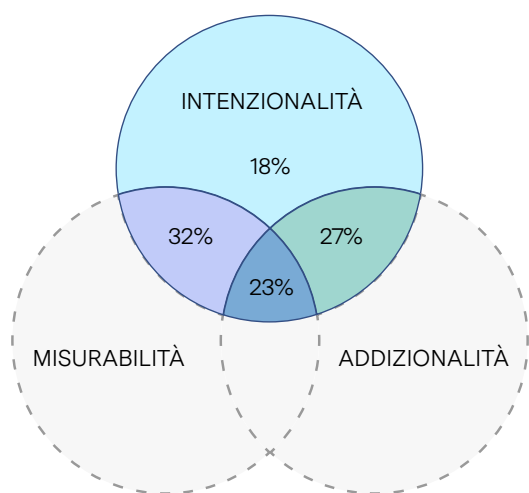
n=38

- Intenzionalità, Misurabilità, Addizionalità - IMA (76%)
- Intenzionalità, Misurabilità - IM (18%)
- Intenzionalità, Addizionalità - IA (3%)
- Intenzionalità - I (3%)

La triade dell'impatto in pratica

Rispetto a quanto espresso a livello teorico, come si evince dal Grafico 9, tra gli operatori attualmente attivi (34 intervistati), il 55% dichiara di misurare nella pratica quotidiana la dimensione sociale ed il 50% di operare secondo il principio di addizionalità. L'evoluzione dell'industry (Grafico 10), che vedrà l'ingresso di ulteriori soggetti operativi e di una

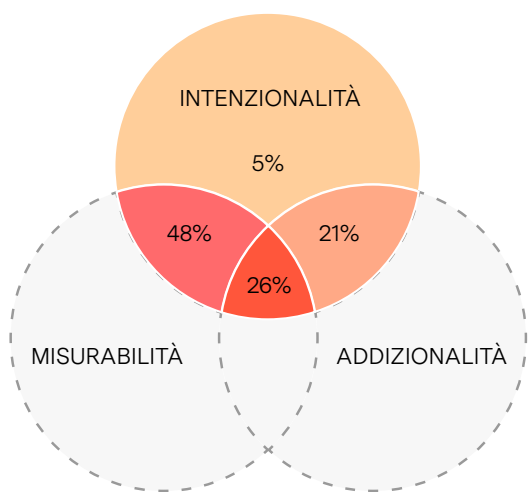
maggior strutturazione di quelli già attivi, porterà ad un incremento nell'utilizzo delle metodologie di misurazione da parte del 74% degli operatori. Il concetto di addizionalità continuerà ad avere un livello di adesione relativamente basso a livello operativo (47%).



9 La triade di oggi

n=34

- Intenzionalità, Misurabilità, Addizionalità - IMA (23%)
- Intenzionalità, Misurabilità - IM (32%)
- Intenzionalità, Addizionalità - IA (27%)
- Intenzionalità - I (18%)



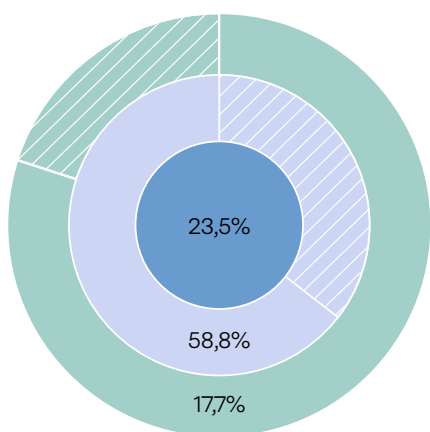
10 La triade di domani

n=38

- Intenzionalità, Misurabilità, Addizionalità - IMA (26%)
- Intenzionalità, Misurabilità - IM (48%)
- Intenzionalità, Addizionalità - IA (21%)
- Intenzionalità - I (5%)

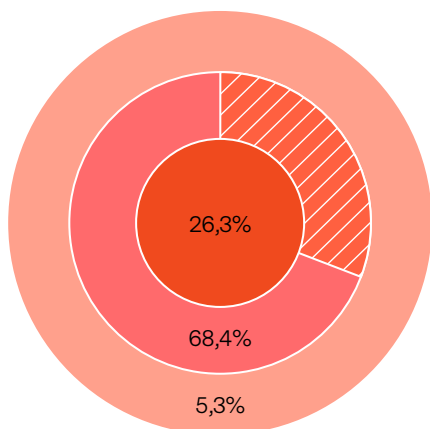
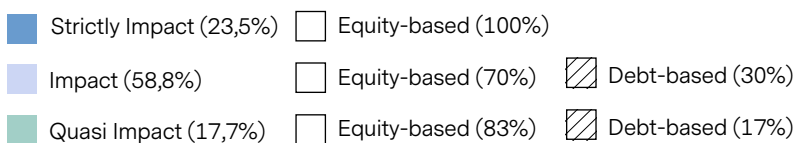
Sulla base dell'adesione ai tre principi definitori, gli operatori sono stati classificati nelle categorie: *strictly impact*, *impact* e *quasi impact* (Grafico 11). I soggetti classificati come *strictly impact* sono coloro che si avvicinano proattivamente al mercato ricercando soluzioni trasformative in grado di generare congiuntamente valore sociale ed economico, esponendosi al rischio di un ritorno

disproportionated, e che integrano la misurazione dell'impatto sociale nei meccanismi finanziari. Il 26% degli operatori, come mostrato nel Grafico 12, nel prossimo futuro si attizzerà per operare in modo più aderente alla triade dell'impatto. Nello specifico, di questi il 20% adotterà l'approccio *strictly impact* ed il 40% entrerà nell'industry con un approccio già classificabile come *impact*.



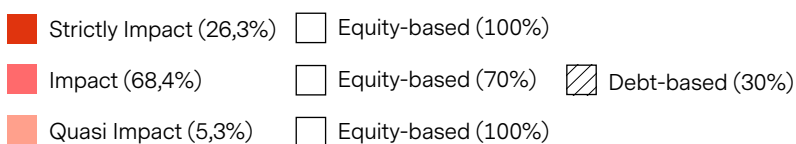
11 Classificazione As Is

n=34



12 Classificazione To Be

n=38



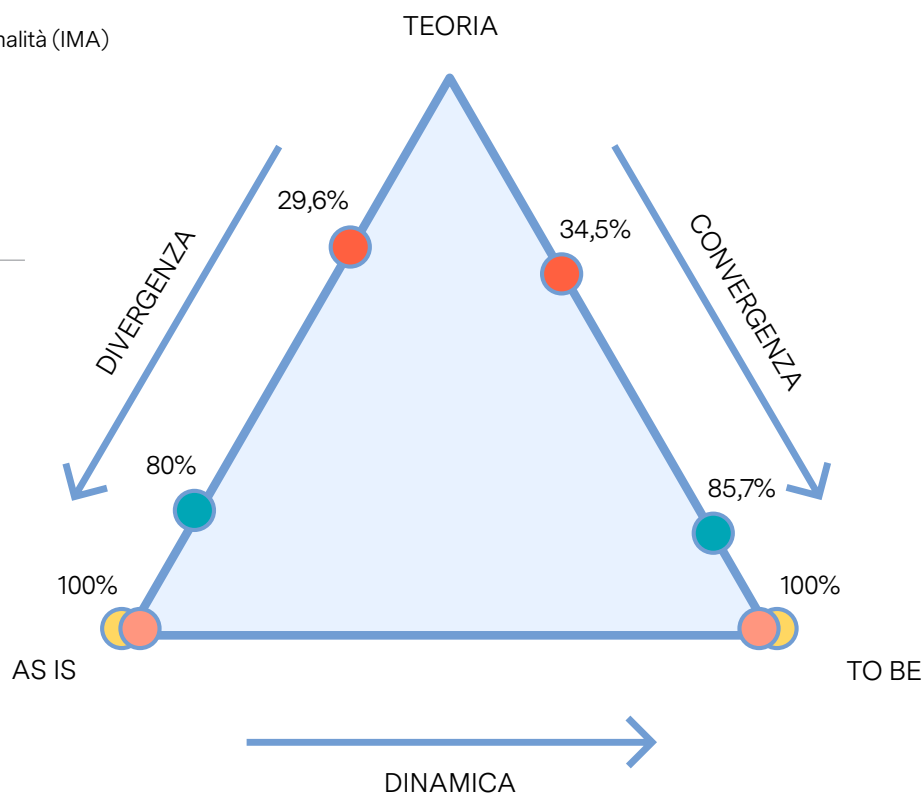
Riassumendo, tutti gli operatori allocano il proprio capitale secondo il principio di intenzionalità; la misurabilità dell'impatto pur essendo un elemento ritenuto fondamentale dalla maggior parte degli operatori, non viene attualmente operazionalizzata dal 45% di questi per la difficoltà di identificare una metodologia appropriata e il conseguente dispendio

di risorse di tempo e denaro.

Tuttavia il 26% degli operatori pensa di poter strutturare un proprio sistema di misurazione dell'impatto sociale nel prossimo futuro. Infine anche i nuovi operatori ritengono che il concetto di addizionalità non sia utile per definire le operazioni di finanza per l'impatto.

13 Le traiettorie della triade dell'impatto

- Intenzionalità, Misurabilità, Addizionalità (IMA)
- Intenzionalità, Misurabilità (IM)
- Intenzionalità, Addizionalità (IA)
- Intenzionalità (I)



Il Grafico 13 illustra le traiettorie di adesione alla triade dell'impatto. La figura mette a confronto i livelli di aderenza degli operatori ai tre principi (intenzionalità, misurabilità e addizionalità) sul **piano teorico** con quelli sul **piano pratico** sia nelle **operazioni attuali (As Is)** e sia in quelle **future (To Be)**. In tal modo, è stato possibile individuare 3 tipologie di traiettorie: la *divergenza* tra quanto dichiarato a livello teorico e quanto operazionalizzato nella situazione attuale; la *dinamica* dei soggetti che si attiveranno nel prossimo futuro per aderire maggiormente rispetto alle pratiche attuali ai tre principi; la *convergenza*

tra quanto dichiarato a livello teorico e quanto operazionalizzato nelle intenzioni future. Ad esempio, tra coloro che aderiscono per intero alla triade solo il 29,6% mette in pratica i principi; il restante 70,4 % pur aderendo in teoria al principio non lo realizza in pratica. Se guardiamo alle intenzioni in evoluzione la percentuale di coloro che intendono adeguare l'utilizzo della triade a quanto sposato in teoria sale al 34,5%. Sempre in riferimento a coloro che dichiarano di aderire completamente alla nozione della triade, si può notare, invece, un aumento di quasi il 50% dei soggetti tra la situazione attuale e quella futura.

4.2. I numeri della finanza per l'impatto

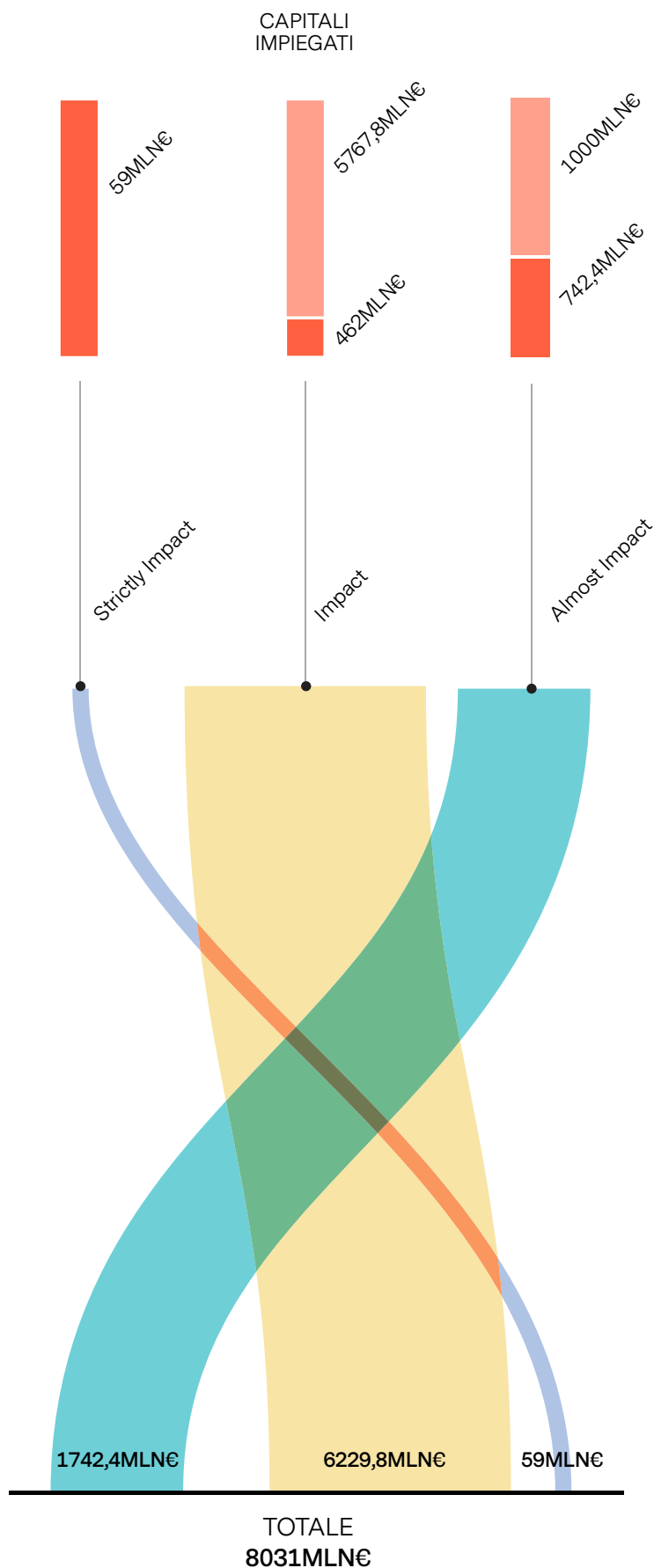
Il totale dei capitali impiegati (investimenti e finanziamenti) in operazioni di finanza per l'impatto in senso esteso è 8031,2 mln €.

L'80% degli intervistati investe i propri capitali in equity per un totale di 1263,4 mln €. Il totale dei finanziamenti erogati, dal 20% degli intervistati, sotto forma di credito alle organizzazioni ad impatto sociale è pari a 6767,8 mln €. Quindi, se consideriamo il numero di operatori, la ripartizione tra strumenti di debito e equity è a favore di quest'ultimi; mentre, se guardiamo al totale dei capitali impiegati, la proporzione si inverte a favore dei finanziatori che erano il 84,3% del totale degli impieghi.

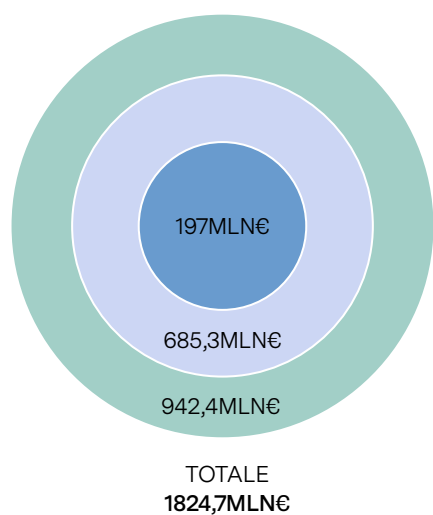
Il Grafico 14 riporta il totale dei capitali impiegati, dal 2006 sino a oggi, classificati secondo l'approccio utilizzato da parte degli operatori intervistati.

14 I capitali impiegati dal 2006 fino a oggi
n=34

- Equity-based
- Debt-based
- Strictly Impact
- Impact
- Almost Impact



I due grafici seguenti (15 e 16) mostrano gli asset gestiti¹⁴ dai soggetti che investono in equity ad oggi e che intendono farlo nel prossimo anno, utilizzando la medesima ripartizione.

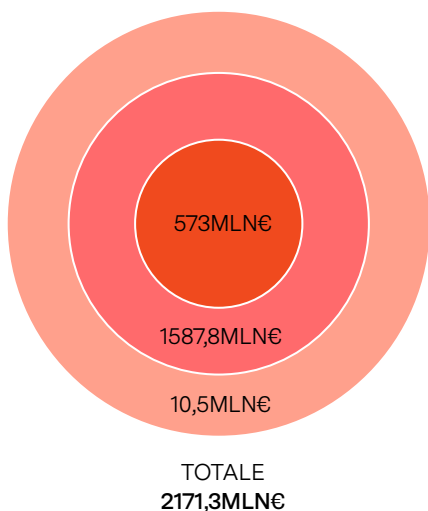


15 Asset gestiti MLN€

n=26

- Strictly Impact
- Impact
- Quasi Impact

Gli asset gestiti dagli operatori *equity* cresceranno del 19% nel prossimo anno.



16 Asset gestiti in evoluzione MLN€

n=30

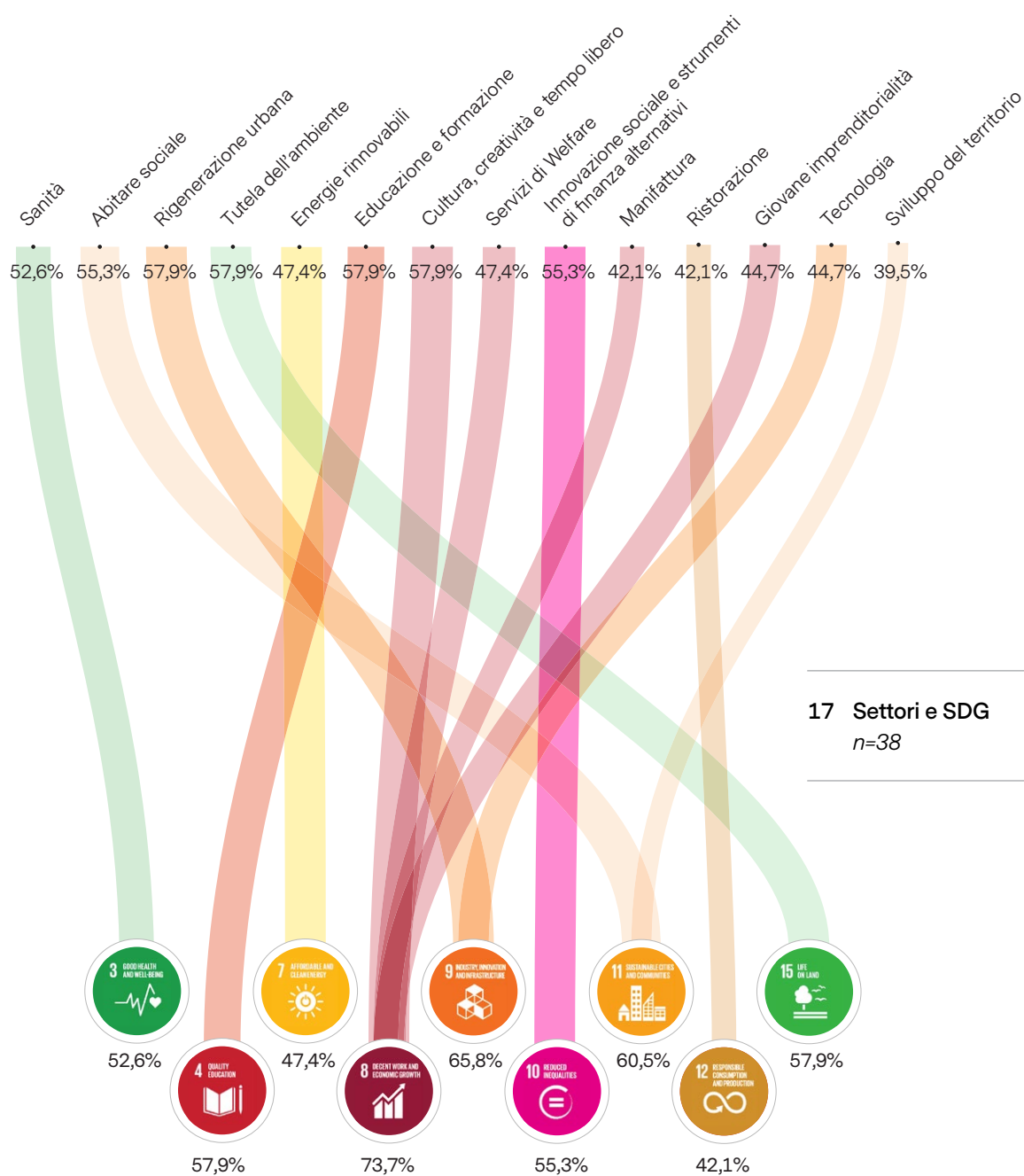
- Strictly Impact
- Impact
- Quasi Impact

¹⁴ I fondi gestiti (parte dei quali può essere ancora da impiegare) da una determinata istituzione finanziaria per conto dei propri investitori.

4.3. Caratteristiche degli impieghi di capitali

Gli intervistati hanno dichiarato i loro criteri di interesse rispetto alle caratteristiche dei soggetti target di impiego in termini di settore (Grafico 17¹⁵), forma organizzativa e legale (Grafico 18), fase del ciclo di vita (Grafico 19) ed area geografica di operatività. In primo luogo, agli intervistati è stato chiesto se e quali settori privilegiassero per l'impiego dei propri

capitali in fase di costruzione e selezione della *pipeline*: la percentuale mostra quanti operatori hanno dichiarato di essere interessati a quel settore. Il grafico evidenzia, inoltre, quanto l'impegno nei settori citati contribuisca ai diversi SDG basandosi sull'ipotesi di far corrispondere a ciascun settore un solo SDG prioritario.

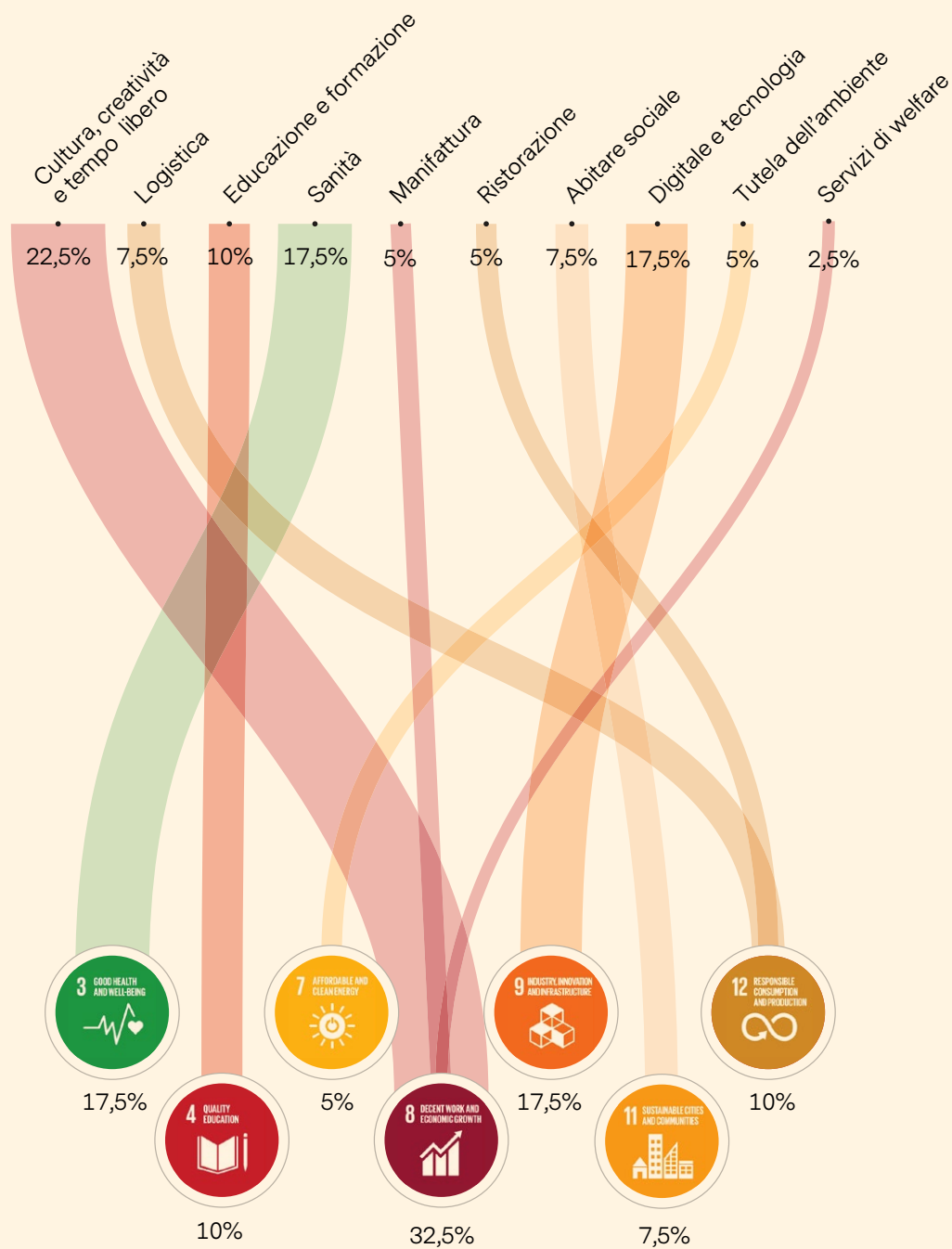


¹⁵ La corrispondenza tra settori ed SDG è un'elaborazione del team di ricerca a partire dai dati raccolti.

La prospettiva degli investitori: Settori e SDG

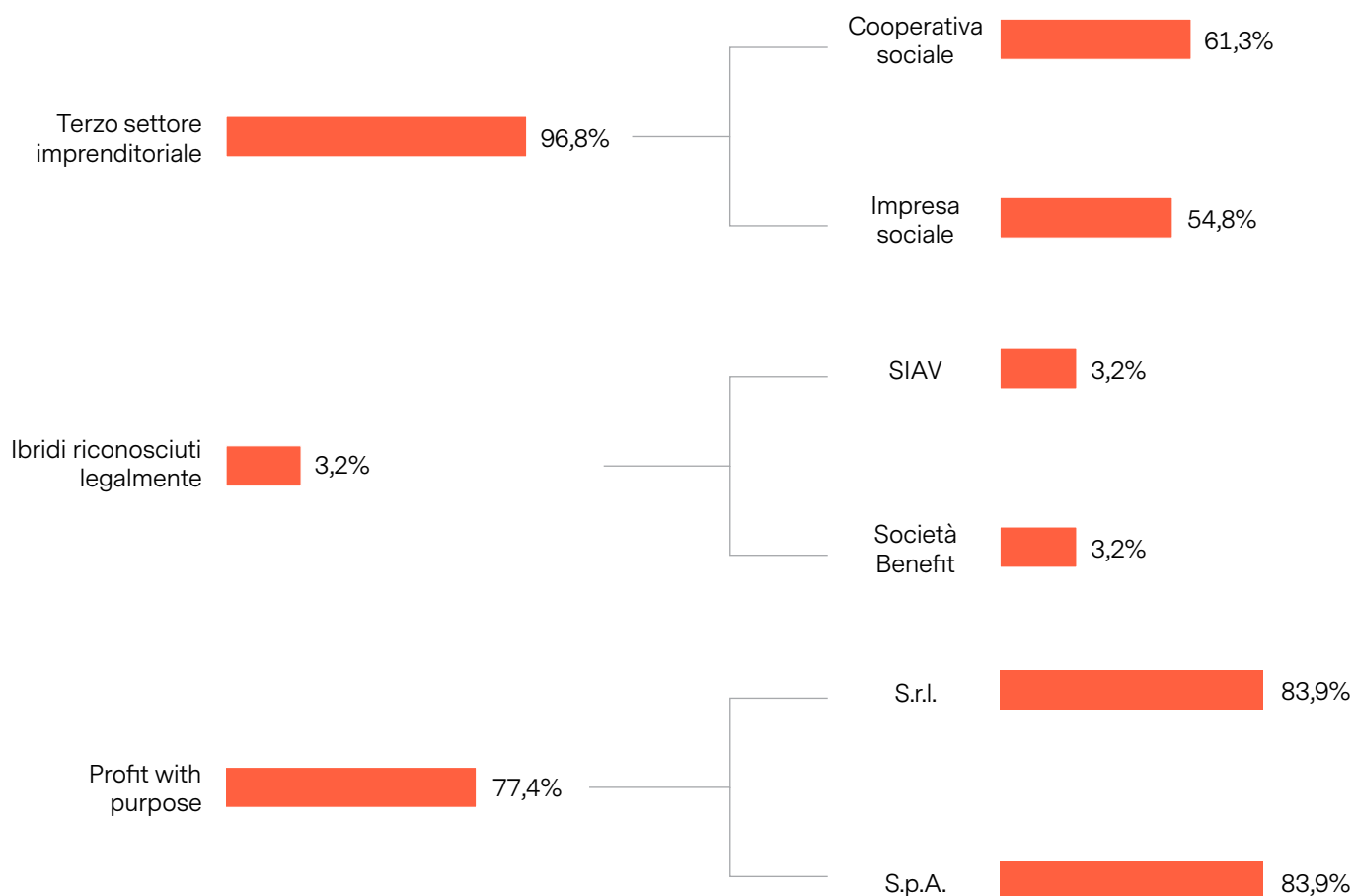
Rispetto ai settori di interesse¹⁶ dichiarati dagli investitori *equity-strictly impact*, i soggetti investiti si collocano nei settori riportati nel seguente grafico.

a Settori e SDG dei soggetti investiti
n=40



¹⁶ Sotto la stessa ipotesi di corrispondenza per ogni settore è stato selezionato un SDG prioritario.

Il Grafico 18 illustra la propensione degli operatori ad impiegare i capitali nelle diverse forme imprenditoriali ibride; con questo intendendo tre categorie: il terzo settore imprenditoriale, gli ibridi legalmente riconosciuti - soggetti imprenditoriali che pur non appartenendo al terzo settore sono formalmente riconosciuti per il loro orientamento all'impatto sociale, come le start up innovative a vocazione sociale (SIAV) o le società benefit - e le imprese *profit with purpose*¹⁷.



18 Forma imprenditoriale ibrida

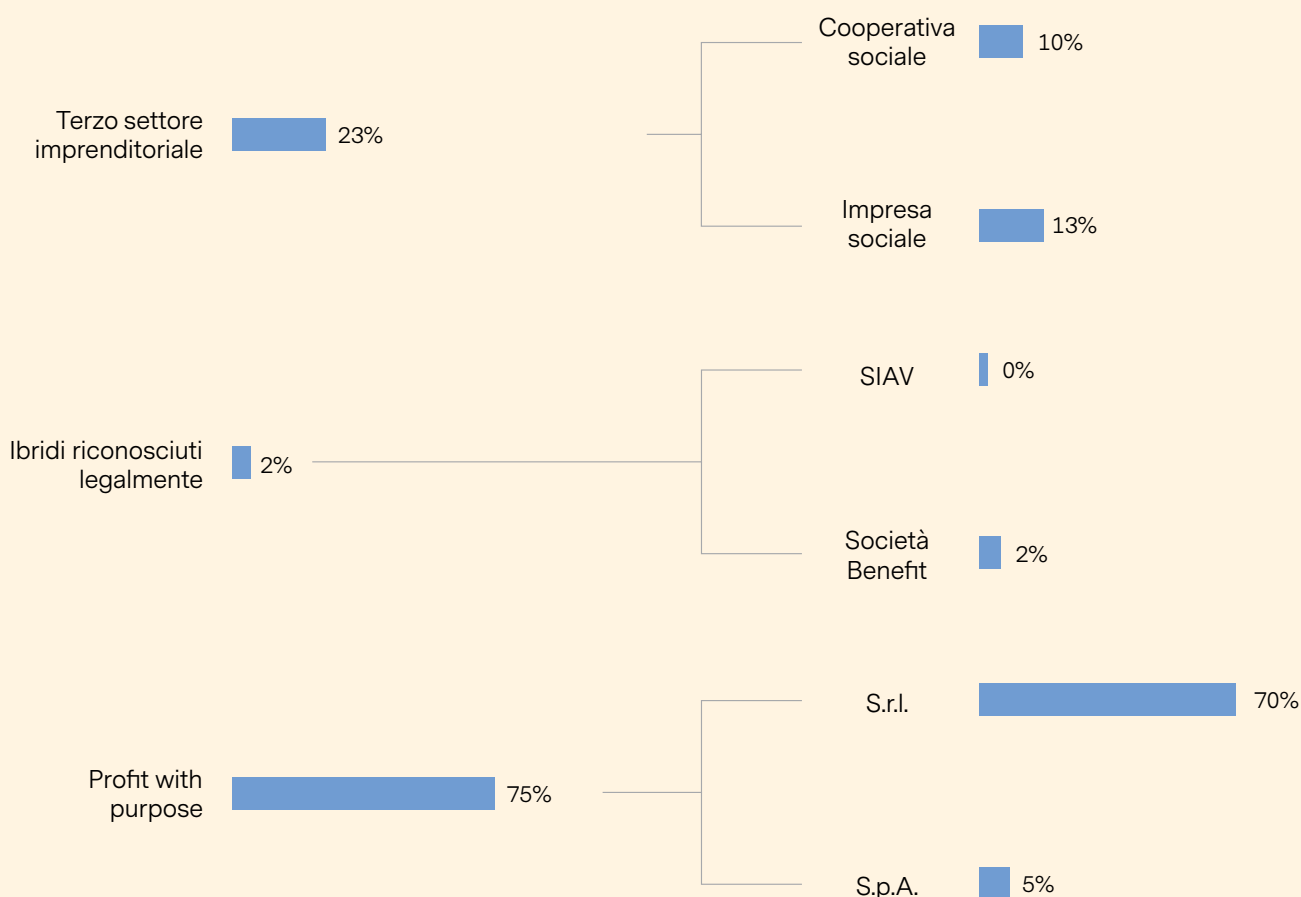
n=31

¹⁷ Social Impact Investment Taskforce. *Profit-With-Purpose Businesses. Subject paper of the Mission Alignment Working Group.*

La prospettiva degli investiti: Forma imprenditoriale ibrida

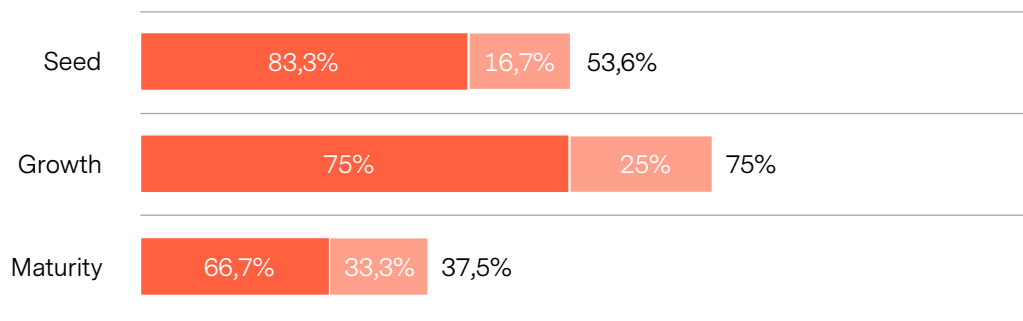
Il grafico mostra le tipologie di forme imprenditoriali ibride dei soggetti investiti dagli investitori *equity-strictly impact*. A fronte di una sostanziale indifferenza rispetto alle forme societarie (100% di interesse verso il terzo settore imprenditoriale ed 87,5% verso il *profit with purpose*), gli investitori *equity-strictly impact* hanno di fatto allocato i loro capitali prevalentemente in forme for profit con un *mission* sociale piuttosto che in forme riconducibili al terzo settore.

b Tipologia imprenditoriale ibrida dei soggetti investiti n=40



Più della metà delle organizzazioni del terzo settore imprenditoriale ha tra i 10 e 50 dipendenti. Le organizzazioni con più di 50 dipendenti sono il 17,5% del totale e circa il 70% di queste appartengono alla categoria del *profit with purpose* e il restante al terzo settore imprenditoriale.

Agli operatori è stato chiesto in quale fase del ciclo di vita delle organizzazioni fossero interessati ad investire/finanziare. Dai risultati, riportati nel Grafico 19, si può notare che la maggior parte degli interessi degli operatori si collaca nella fase *growth*.



19 Fase del ciclo di vita

n=32

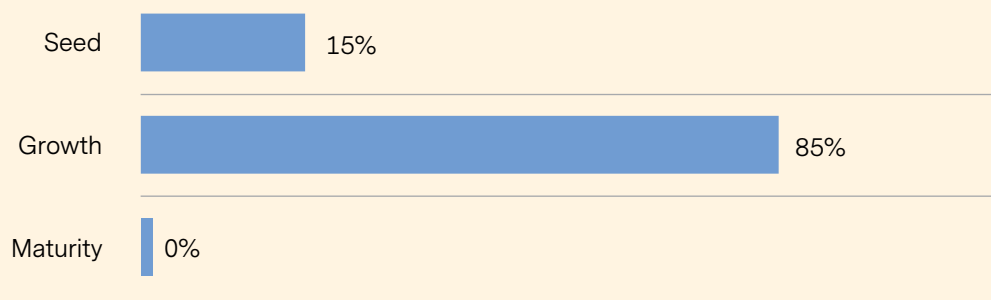
- Equity-based
- Debt-based

La prospettiva degli investiti: Fase del ciclo di vita

I soggetti investiti sono prevalentemente posizionati nella fase *growth*, in linea con quanto dichiarato dagli investitori *equity-strictly impact* (100% interesse per la fase di *growth*). Al contrario, i soggetti investiti sono solo in parte (15%) riconducibili alla fase *seed* nonostante il 50% degli operatori sia disponibile ad investire in questa fase.

Ciò potrebbe far supporre che in questa fase ci sia un diffuso interesse degli operatori superiori alle fattibili possibilità di impiego.

c Fase del ciclo vita n=20



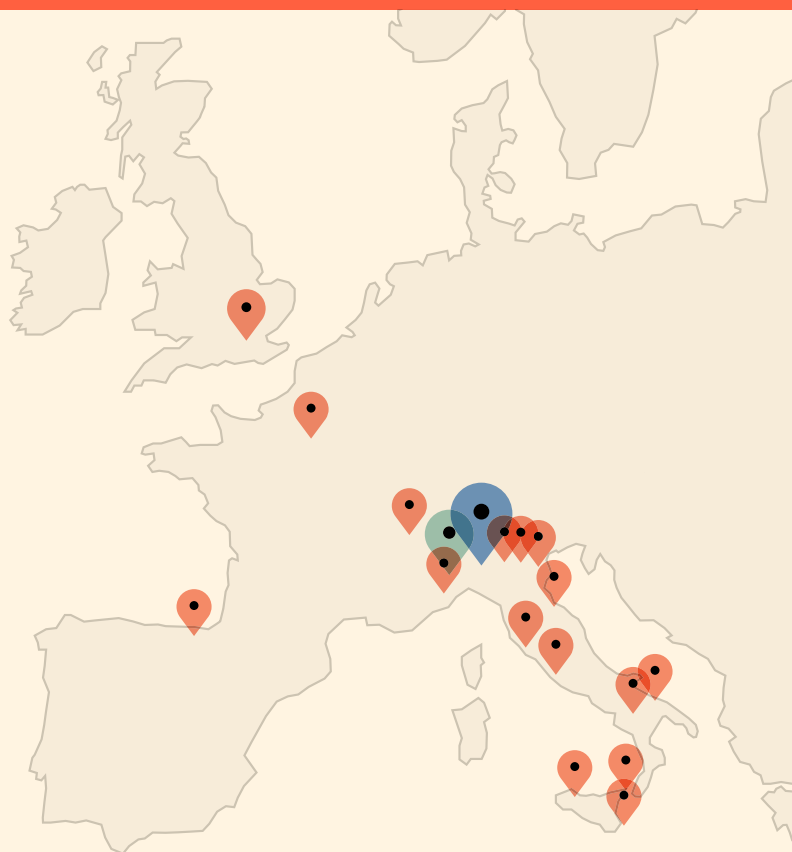
La maggior parte (81,6%) degli operatori dell'offerta sono interessati ad impiegare i capitali su tutto il territorio nazionale. Solo il 18,4% effettua impieghi su scala regionale. Di coloro che sono operativi su scala nazionale, il 21,1 % sono interessati anche a impiegare i propri capitali all'estero.

La prospettiva degli investiti: Area geografica di operatività

Tutti i soggetti *equity-strictly impact* sono interessati ad investire indistintamente su tutto il territorio nazionale; il 37,5% inoltre investe anche all'estero. Il grafico mostra la localizzazione geografica della sede legale dei soggetti investiti.

d Distribuzione geografica n=40

- Milano (37,5%)
- Torino (17,5%)
- Estero (12,5%)
- Altro - Italia (32,5%)

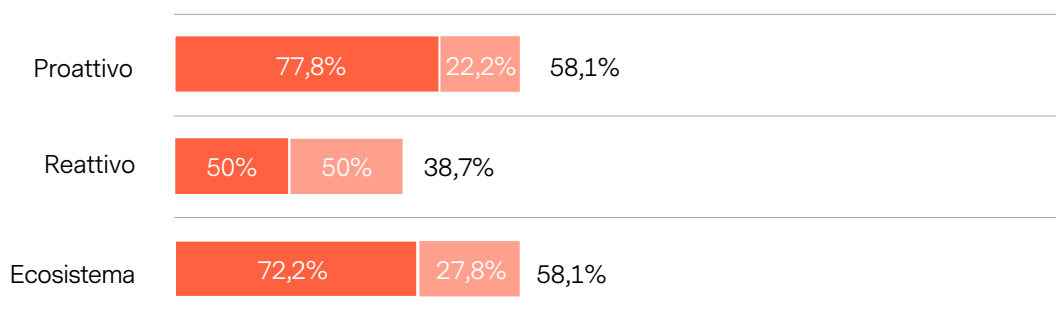


4.4. Processo di impiego di capitale

Nella seguente sezione sono presentati i dettagli operativi delle principali fasi del processo di investimento o finanziamento:

- Scouting o origination del target di impieghi di capitali – Grafico 20
- Criteri di screening – Grafico 21
- Definizione degli obiettivi sociali – Grafico 22
- Misurazione di impatto sociale – Cosa? (Grafico 23), Come? (Grafico 24), Quando? (Grafico 25)
- Servizi non finanziari – Grafico 26
- Strategie di exit – Grafico 27

Come primo elemento di descrizione del processo di investimento o finanziamento, si è cercato di comprendere il comportamento degli operatori nella costruzione della propria *pipeline* (Grafico 20).



Proattivo

L'investitore/finanziatore cerca potenziali target di impieghi di capitali.

Reattivo

L'investitore/finanziatore viene contattato dal potenziale target di impieghi di capitali.

Ecosistema

L'investitore/finanziatore e il potenziale target di impieghi di capitali o si conoscevano già tramite una rete di relazioni in comune.

20 Scouting o origination

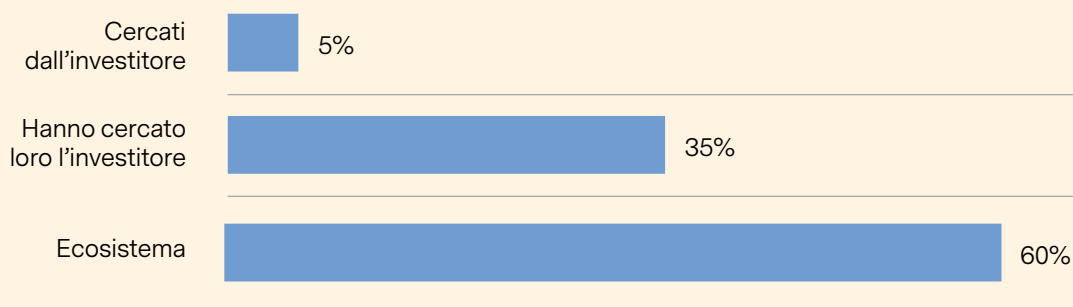
n=31

- Equity-based
 - Debt-based
-

La prospettiva degli investiti: Scouting dei soggetti investiti

La modalità prioritaria scelta dagli investitori *equity-strictly impact* è quella che emerge in modo naturale dalle relazioni di sistema (62,5%); mentre sono meno importanti azioni proattive di ricerca dell'investitore (50%) e non vi è nemmeno un flusso spontaneo di opportunità verso gli investitori (37,5%). A questo corrisponde, come mostrato nel grafico sottostante, un'eguale percezione da parte dei soggetti investiti che ritengono che le relazioni sistemiche siano il miglior modo per attrarre investimenti.

e **Scouting**
n=20



Di seguito (Grafico 21¹⁸), è riportata una classificazione dei criteri prioritari che gli operatori hanno dichiarato di utilizzare nello screening dei loro potenziali target di impiego. Le caratteristiche del modello di business in termini di credibilità del business plan, la sostenibilità economico-finanziaria e la presenza di soggetti che offrono prodotti/servizi comparabili sono gli elementi che più frequentemente vengono considerati dagli operatori. Per il 67% degli operatori, l'impatto sociale, conseguito o la capacità potenziale del progetto imprenditoriale di rispondere ad

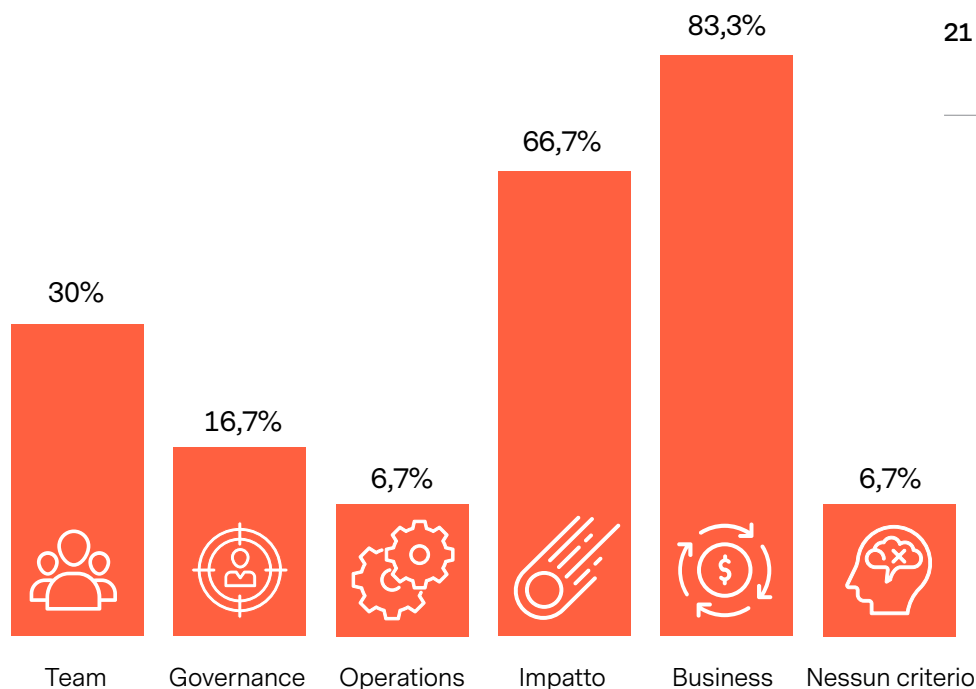
un bisogno sociale, è considerato un criterio di screening. La macrocategoria team si riferisce alle competenze manageriali e tecniche e al commitment e coesione interna del team. Altri criteri emersi sono la struttura della governance, lo stato di avanzamento del progetto imprenditoriale e le policy di gestione del personale.

Dalla lettura del grafico seguente, si evince che il 33% degli operatori dell'offerta di capitali considerano l'impatto una generica condizione di eleggibilità dell'investimento ma non un elemento decisivo nella scelta degli impieghi da effettuare.

¹⁸ La classificazione è una rielaborazione del team di ricerca.

21 Criteri di screening

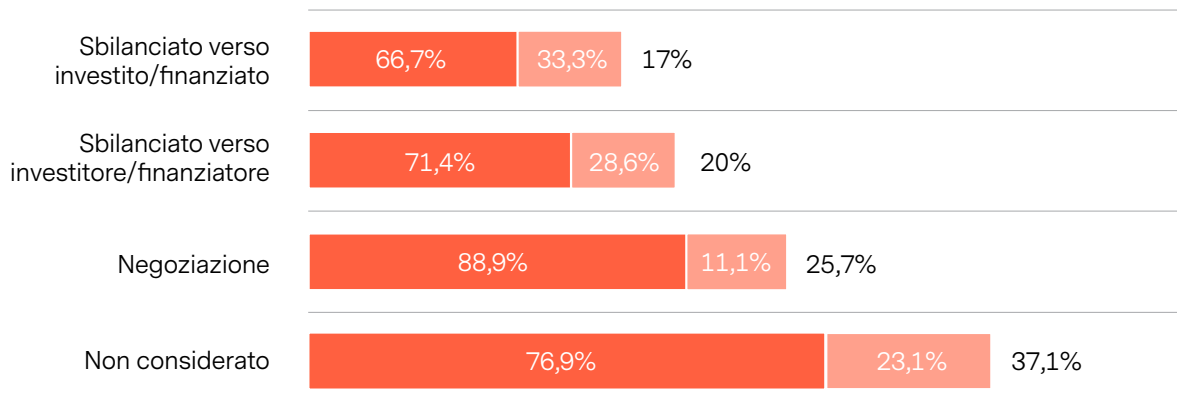
n=30



Il seguente Grafico 22 si riferisce al processo attraverso cui vengono definiti gli obiettivi sociali nella transazione finanziaria. Con questa domanda si vogliono comprendere i rapporti di forza tra

investitori e soggetti investiti nella scelta degli obiettivi di impatto. Gli obiettivi sociali non vengono considerati nella transazione dal 37,1% degli operatori.

Il rapporto è:



22 Definizione degli obiettivi sociali

n=35

- Equity-based
- Debt-based

Poiché questa elaborazione potrebbe essere influenzata dalla presenza dell'insieme largo degli operatori - *strictly impact, impact e quasi impact* - abbiamo ristretto l'analisi agli *strictly impact*.

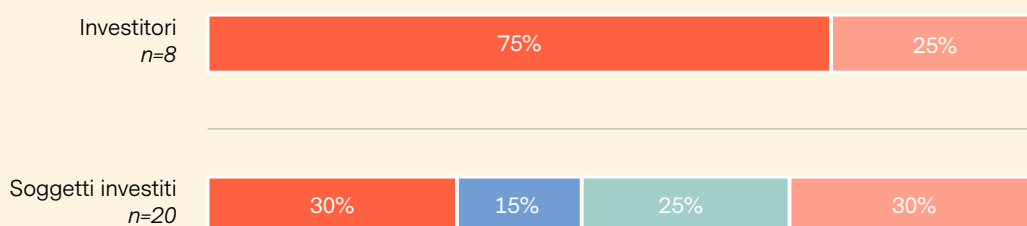
La prospettiva degli investiti: Definizione degli obiettivi sociali

Il risultato precedentemente descritto nel Grafico 22 non è confermato analizzando i risultati del sottoinsieme *equity-strictly impact*.

A parere dell'investitore, la definizione degli obiettivi sociali è frutto di una negoziazione paritaria o a favore dell'investito; tuttavia i soggetti investiti hanno una percezione differente, come si evince dal grafico sottostante.

f Definizione degli obiettivi sociali

- Sbilanciamento verso investito
- Negoziazione paritaria
- Sbilanciamento verso investitore
- Definiti con supporto esterno



Nel 53% delle transazioni, gli intervistati dichiarano che nella contrattualizzazione dell'investimento non sono stati previsti dei target in termini di outcome o impatto sociale da raggiungere entro il termine dell'investimento.

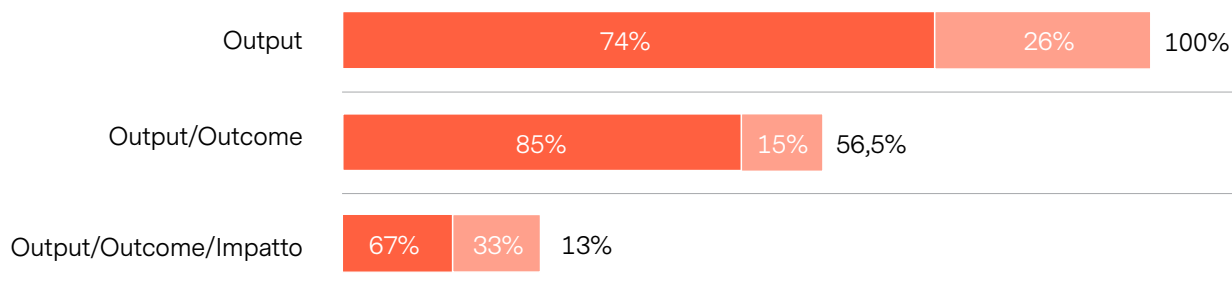
Gli operatori che dichiarano di implementare la misurazione degli obiettivi sociali valutano le dimensioni della catena del valore come evidenziato nel Grafico 23.

23 Cosa? Dimensioni di analisi

n=23¹⁹

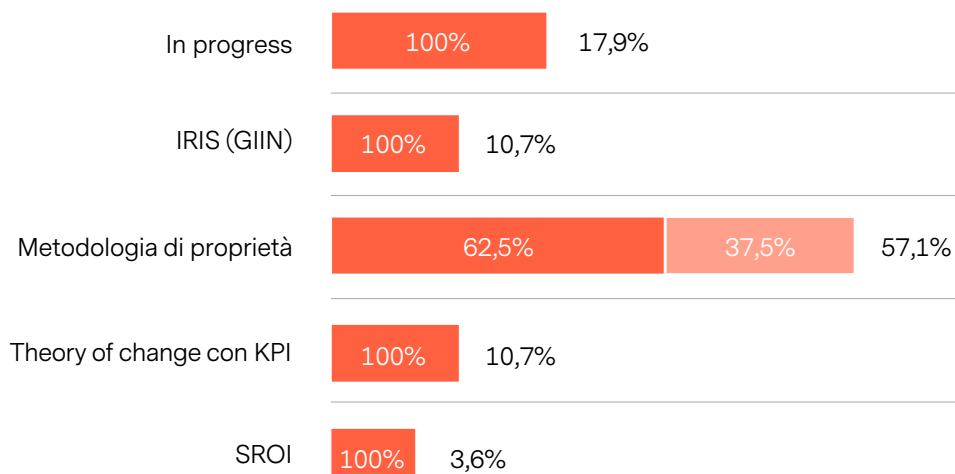
Equity-based

Debt-based



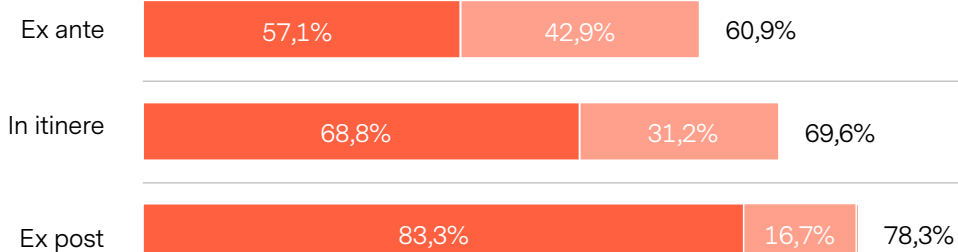
24 Come? Metodologie di misurazione

n=28²⁰



25 Quando? Fase del processo di impiego

n=23



¹⁹ Gli operatori che hanno dichiarato di essere ancora in fase di sviluppo della metodologia (Grafico 24) non hanno risposto alla domanda.

²⁰ La domanda è stata posta soltanto agli operatori che hanno dichiarato di misurare l'impatto.

Rispetto alle metodologie di misurazione (Grafico 24), prevale l'utilizzo di metodi proprietari, vale a dire sviluppati ad *hoc* per l'organizzazione (57,1%), questo in particolare per gli intervistati che erogano capitali sotto forma di credito. Il 31,8% degli investitori invece utilizza metodologie riconosciute a livello internazionale. Gli operatori che erogano credito implementano prevalentemente (42,9%) la misurazione nella fase ex-ante; tra gli investitori è più diffusa invece l'attività di monitoraggio

(68,8%) e verifica ex-post (83,3%) dei risultati sociali. Tutti gli operatori riescono a misurare la dimensione dell'output, vale a dire i beni e servizi offerti dall'organizzazione; il 61,9% di essi valuta anche i benefici generati sui soggetti direttamente coinvolti dall'attività dell'organizzazione. Infine, la dimensione dell'impatto sociale, i benefici apportati nel lungo periodo alla comunità di riferimento, viene identificata dal 13% degli operatori (Grafico 25).

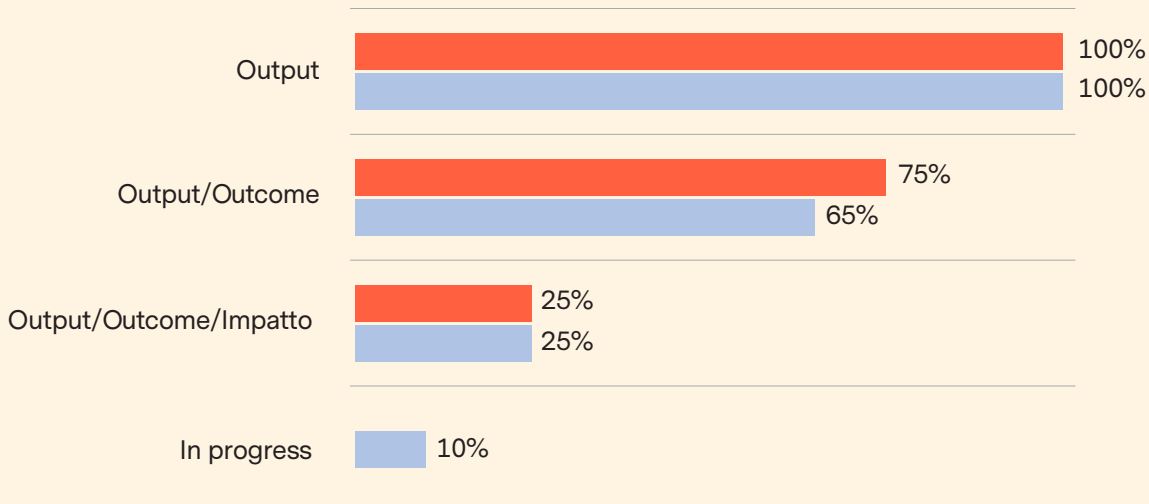
La prospettiva degli investiti: Le dimensioni di analisi della misurazione di impatto

La stessa domanda ristretta agli investitori *equity-strictly impact*, mostra un allineamento con quanto dichiarato dai soggetti investiti.

g Le dimensioni di analisi della misurazione di impatto

n=20

Investitori *equity-strictly impact*
Soggetti investiti

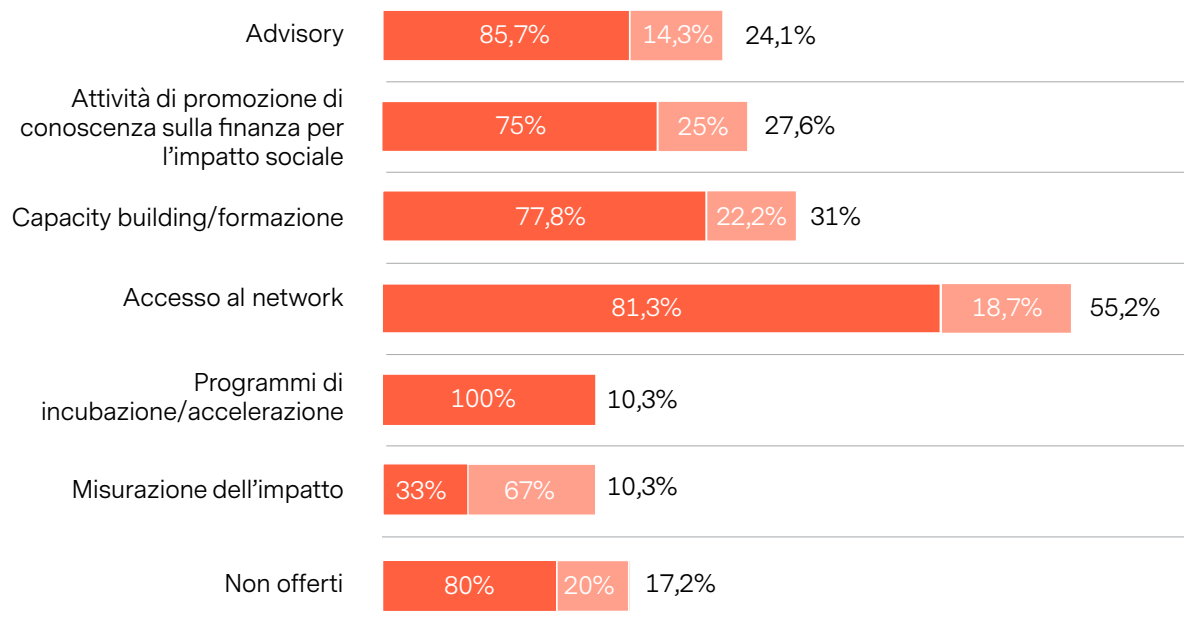


Il Grafico 26 mostra quali servizi non finanziari sono messi a disposizione dagli operatori dell'offerta per i soggetti investiti.

26 Servizi non finanziari

n=29

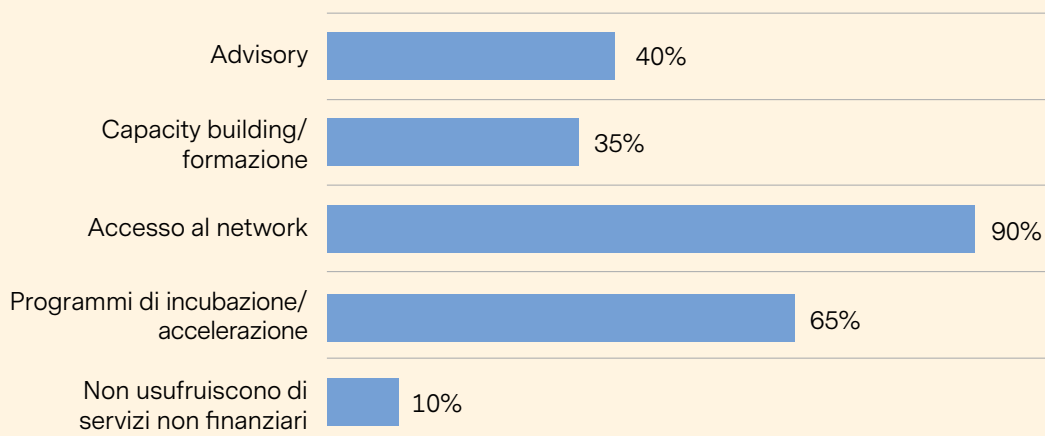
- Equity-based
- Debt-based



La prospettiva degli investiti: Servizi non finanziari

La totalità gli investitori *equity-strictly impact* offre tutti i servizi non finanziari citati precedentemente ed i soggetti investiti usufruiscono di questi come mostrato nel seguente grafico.

h Servizi non finanziari n=20



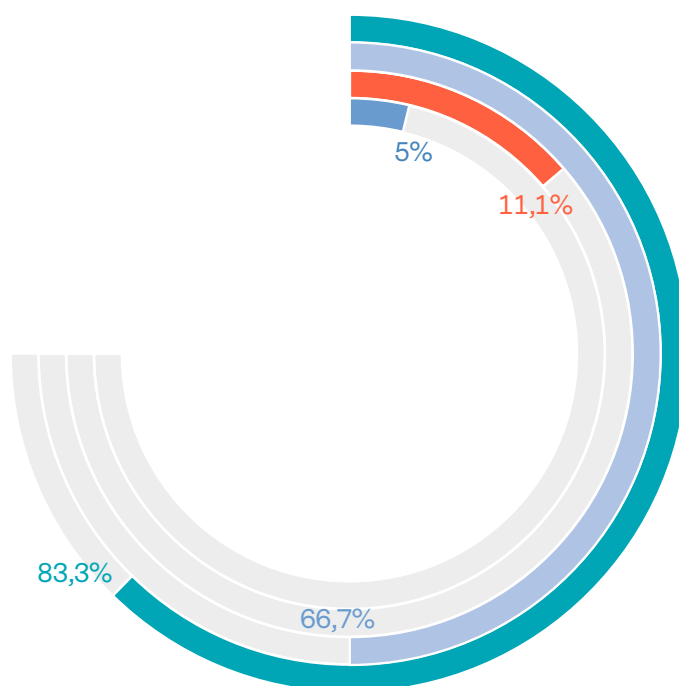
Rispetto alla durata delle operazioni di impiego di capitali, risulta che il 54,2% degli intervistati gestisce operazioni finanziarie la cui durata supera i 10 anni.

Agli investitori intervistati, infine, è stato chiesto quale ritengano essere le strategie di exit possibili per queste tipologie di investimenti (Grafico 27). Prevalgono l'acquisizione delle quote da parte di altri investitori e il management buyout, mentre irrilevante è l'aspettativa della possibile nascita di mercati organizzati per i titoli a impatto sociale.

27 Strategie di exit

n=18

- Acquisizione delle quote da parte di altri investitori
- Management buyout
- Exit del gestore del fondo dal veicolo di investimento
- Nascita della borsa sociale (quotazione)



La prospettiva degli investiti: Strategie di exit

Considerando la prospettiva dei soggetti investiti, il 55% ritiene che le quote attualmente detenute dagli investitori *equity-strictly impact* debbano essere vendute ad altri operatori

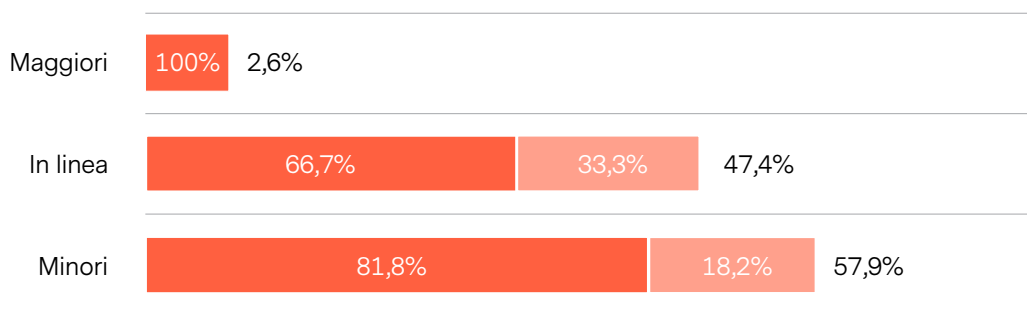
quali società di investimento e fondazioni. Solo il 10% considera l'opzione che le quote vengano acquistate dai fondatori dell'organizzazione stessa.

4.5. Rischio e rendimento

In questa sezione sono riportate le risposte degli operatori dell'offerta di capitali rispetto a:

- Aspettative di ritorno finanziario
- Effettivi livelli di rendimento e tassi di interesse
- Rischio di impatto

Agli intervistati è stato chiesto di posizionare le aspettative di rendimento finanziario delle proprie operazioni a impatto in relazione ai rendimenti finanziari di operazioni nel mercato ordinario, relativamente allo specifico settore di riferimento. I risultati sono riportati nel Grafico 28.



28 Aspettative di rendimento finanziario

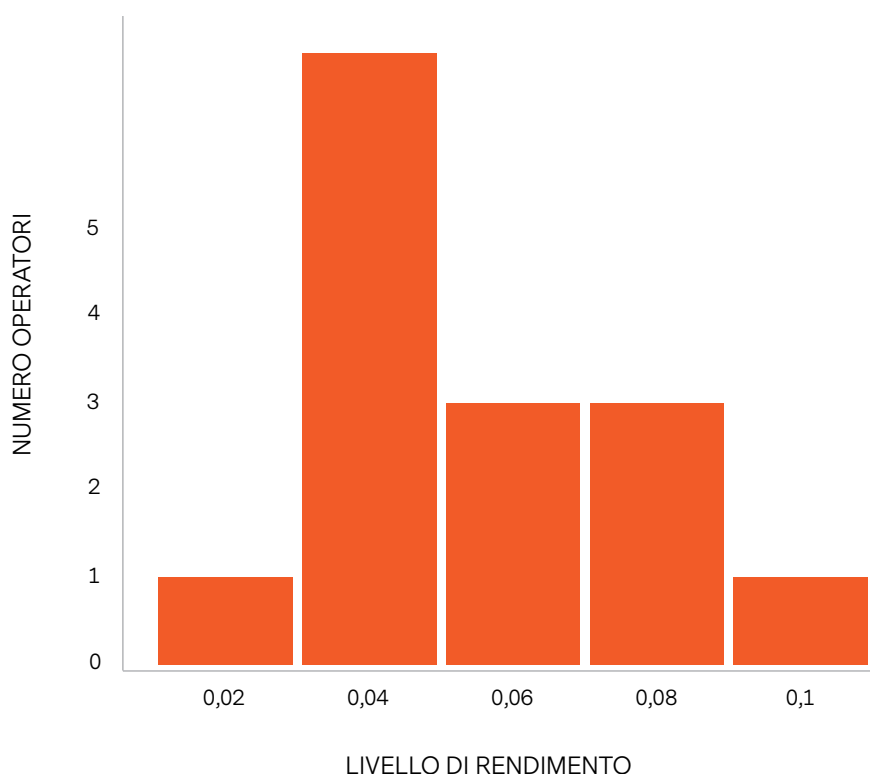
n=38

- Equity-based
- Debt-based

Gli investitori operativi hanno indicato anche il dato puntuale degli effettivi livelli di rendimenti. Nel 73% dei casi i rendimenti sono tra il 2% e il 5%; nel 27% dei casi maggiori del 5% e per il 7% degli operatori non superano il 2% (Grafico 29).

29 Rendimenti finanziari effettivi

n=15

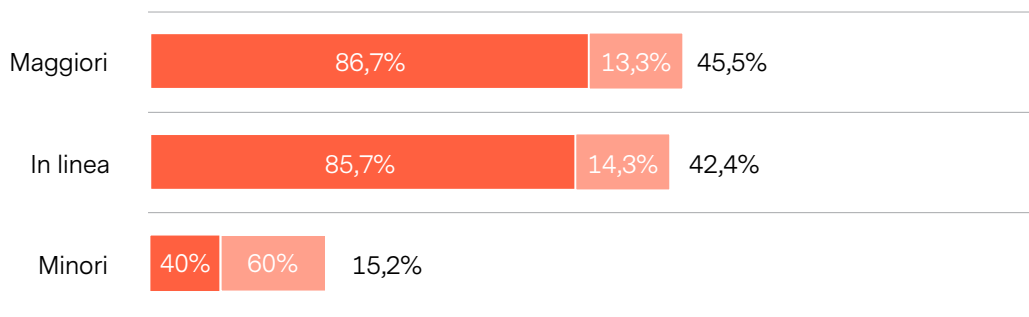
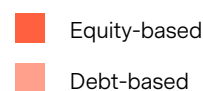


I tassi di interesse applicati dai finanziatori risultano essere in linea con i tassi di mercato. In alcuni casi vengono applicati tassi inferiori sulla base del raggiungimento di specifici target sociali oppure grazie all'intervento di un'istituzione di natura semipubblica o filantropica che si impegna a restituire una quota parte degli interessi.

Come riportato nel Grafico 30, il livello di rischio finanziario delle operazioni è mediamente maggiore rispetto ad un'operazione assimilabile nel mercato ordinario delle transazioni per il 45% degli operatori. Il 43 % dei finanziatori dichiara, invece, un livello di rischio finanziario inferiore a quello di mercato.

30 Rischio finanziario

n=33



Infine, è stato discusso con gli intervistati anche il tema del rischio di impatto. Sono state fornite le seguenti tre definizioni e chiesto agli intervistati di esprimere un livello di concordanza (Grafico 31) con le affermazioni proposte.

Il rischio di impatto può essere definito come:

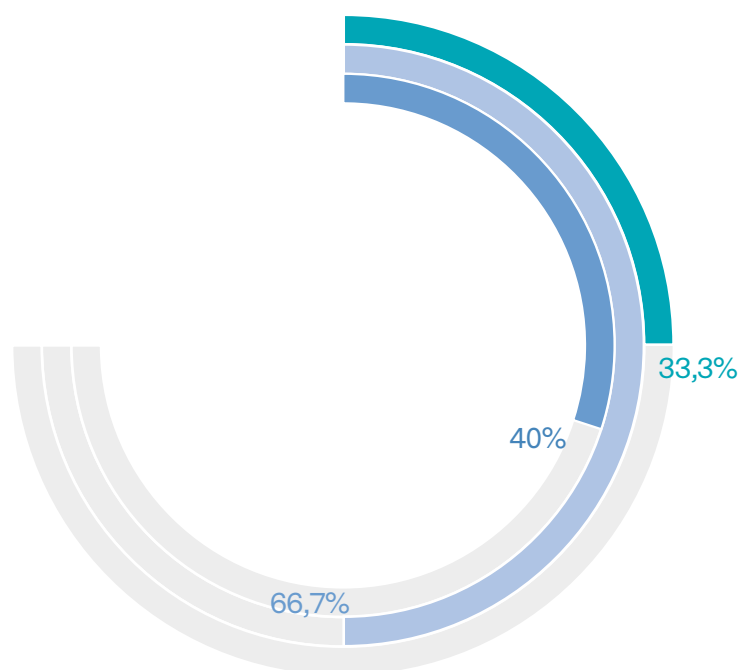
- a. la probabilità che l'obiettivo del raggiungimento del ritorno economico sovrasti la missione di generare impatto sociale (mission drift).
- b. la probabilità di non raggiungimento degli obiettivi di impatto sociale dichiarati ex ante.
- c. la probabilità di generare impatto negativo

31 Rischio di impatto

n=31



Il 45,1% degli operatori dichiarano di tenere in considerazione il rischio di impatto nel processo di impiego di capitali. In particolare, questi soggetti interpretano il rischio di impatto come si evince nel Grafico 32.



32 Operazionalizzazione del rischio di impatto

n=14

- Mission drift
- Non raggiungimento degli obiettivi di impatto sociale dichiarati ex ante
- Generare un impatto negativo

La misurazione in itinere dei risultati sociali, effettuata durante il periodo di investimento, risulta essere il metodo attraverso il quale gli operatori riescono a controllare il rischio di impatto,

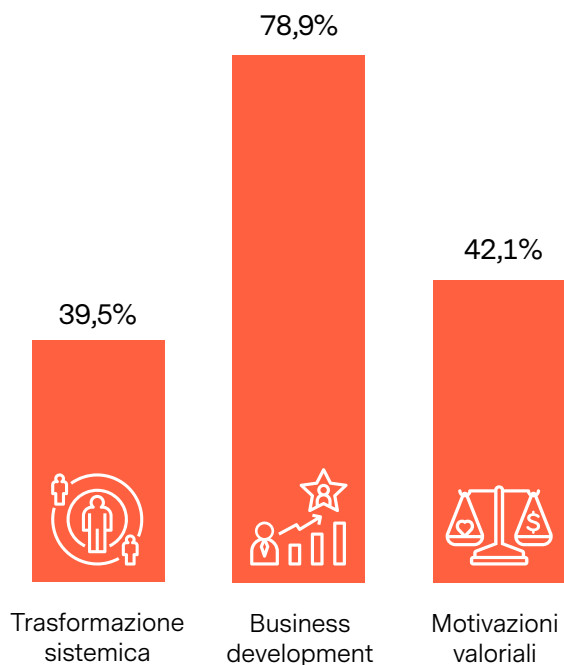
garantendo che non vi siano eccessivi scostamenti o fenomeni distorsivi rispetto agli obiettivi di impatto concordati nella fase di definizione dell'investimento.

4.6. I prossimi passi della finanza per l'impatto

Questa sezione descrive le ragioni per cui gli intervistati hanno iniziato a operare nella finanza per l'impatto sociale e le condizioni necessarie a sostenere la crescita nel futuro.

Per quanto riguarda le motivazioni che hanno spinto gli operatori a entrare nell'industry, le risposte sono state codificate nelle categorie riportate nel Grafico 33: **motivazioni valoriali** che comprendono motivazioni personali, la volontà di supportare soggetti esclusi dal mercato finanziario e di operare con logiche differenti dalla speculazione finanziaria; la **volontà di aderire ad una trasformazione**

dell'ecosistema percepita tramite le richieste dei clienti, il comportamento degli attori sul mercato o le priorità politiche delle istituzioni sovranazionali. Infine, nel **business development** è possibile trovare le motivazioni legate all'opportunità di sviluppo del business in termini di evoluzione delle pratiche di Corporate Social Responsibility, alla diversificazione del portafoglio, al posizionamento nell'industry, all'opportunità di mercato generata da un cambiamento degli interessi e dei bisogni della società.



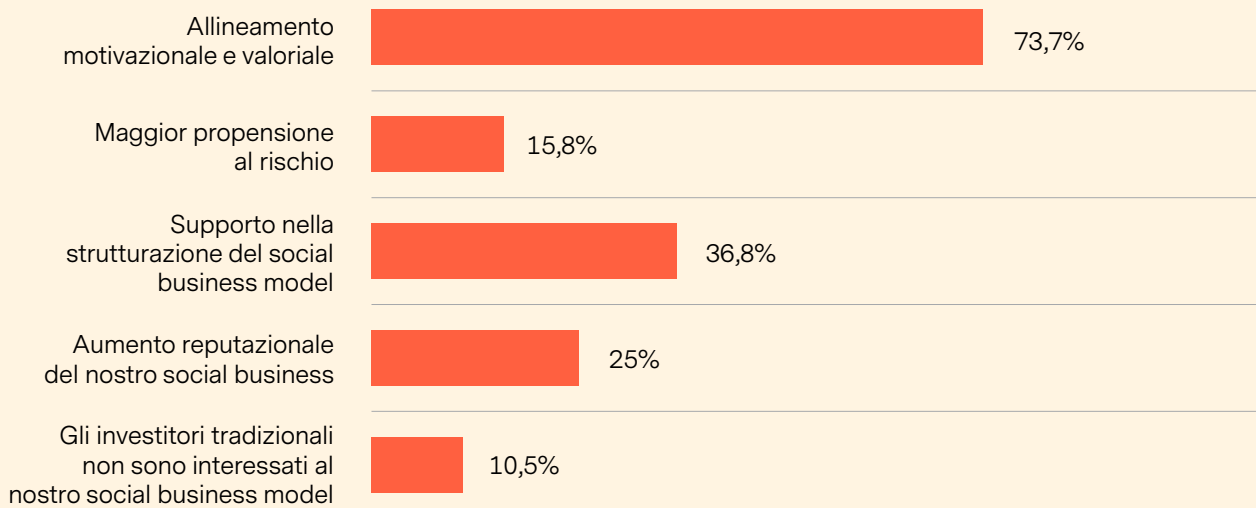
33 Motivazioni²¹ degli operatori
n=38

²¹ La classificazione è una rielaborazione del team di ricerca.

La prospettiva degli investiti: Motivazioni dei soggetti investiti

Allo stesso modo sono state indagate le motivazioni per cui i soggetti investiti si sono rivolti ad un investitore a impatto.

i Motivazioni dei soggetti investiti n=20



L'allineamento della missione sociale tra l'investitore e il soggetto investito risulta essere la principale ragione (73,7%); quest'ultimi, inoltre, dichiarano che l'ottenimento

dell'investimento a impatto ha avuto una funzione segnaletica, permettendo loro di avere un riconoscimento nell'ecosistema della finanza per l'impatto.

L'85% dei soggetti investiti ritiene che la propria *mission* sociale li abbia facilitati nell'accesso ai fondi *impact*, sostenendo che i fondi operanti secondo una logica puramente commerciale non avrebbero investito nella loro organizzazione. Coloro che vedono la *mission* sociale come un fattore di svantaggio (15%), sostengono che in queste tipologie di interazioni il processo di investimento

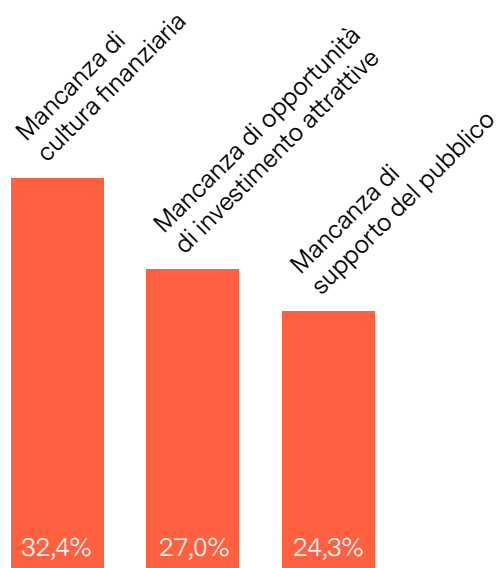
è più oneroso in termini di richiesta informativa poiché deve essere dimostrata non solo la solidità del modello di business, ma anche la strategia di raggiungimento degli obiettivi sociali.

Gli operatori hanno identificato (Grafico 34) una serie di elementi che ad oggi ostacolano l'ulteriore sviluppo della finanza per l'impatto.

34 Barriere: prospettiva degli operatori dell'offerta

n=37

FATTORI PRINCIPALI



ALTRI FATTORI

-
- Mancanza di definizione comune di finanza per l'impatto sociale
 - Scarsa capacità manageriale del terzo settore
 - Mancanza di investitori istituzionali
 - Rapporto rischio/rendimento
 - Opzioni di exit
 - Carenza di richiesta di capitali
 - Mancanza di agevolazioni fiscali
 - Capitali eccessivamente pazienti
 - Deal size di piccola dimensione
 - Mancanza di processo strutturato negli investimenti impact
 - Mancanza di dati e track record

“Quello che manca attualmente sul mercato sono opportunità di investimento solide, credibili con imprenditori competenti finanziariamente”.

“Non c'è un contesto normativo/istituzionale in Italia che favorisca questo tipo di nuove operazioni finanziarie”.

“In Italia la domanda c'è per le caratteristiche del terzo settore italiano, il problema è la destrutturizzazione nel modo di fare impresa”.

“La way-out è uno degli ostacoli maggiori per chi ragiona in un'ottica di impact investing, unitamente alla modalità con cui realizzare l'investimento”.

Il 42% dei soggetti investiti, ritiene che l'offerta di capitali a impatto non sia in grado di rispondere alle proprie aspettative. In particolare, le principali problematiche rilevate sono la predominanza degli aspetti economico-finanziari nella fase di valutazione dell'investimento, coerentemente con i criteri di screening esposto dagli operatori, i tempi lunghi di due diligence, e la necessità di una maggior valorizzazione delle peculiarità legate alla generazione di impatto sociale.

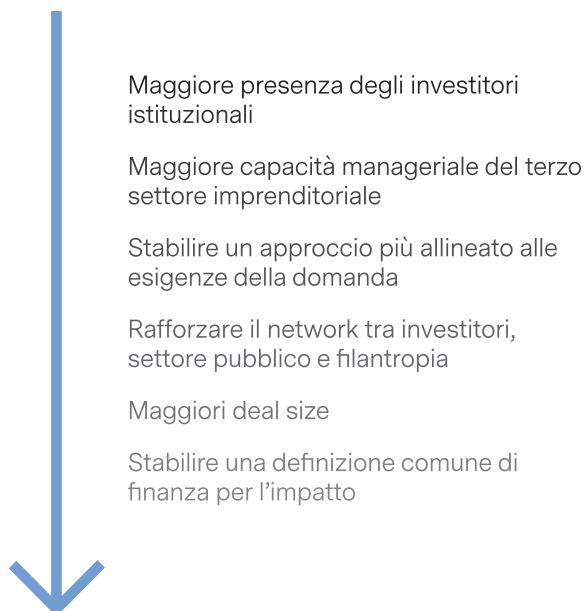
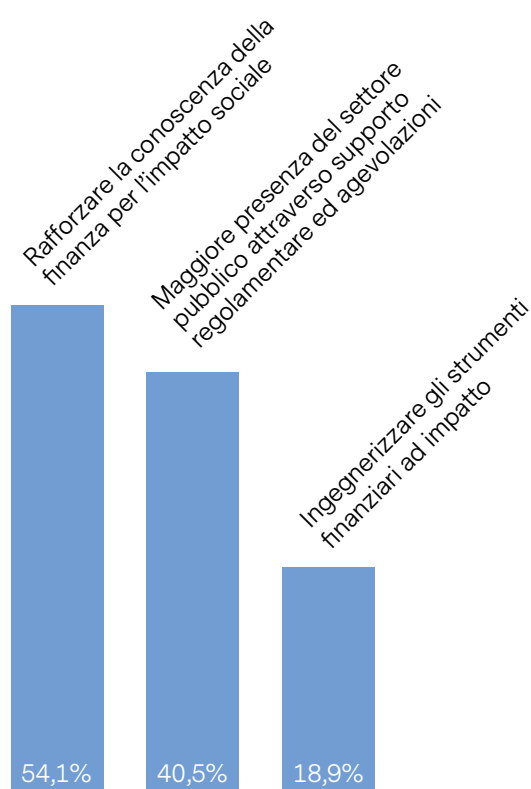
Le azioni ritenute prioritarie dagli operatori dell'offerta di capitali per sostenere la crescita della finanza per l'impatto (Grafico 35) sono invece una maggior conoscenza dei principi e degli strumenti della finanza per l'impatto; il supporto del settore pubblico sia come erogatore di capitali sia in termini di legislazione ed agevolazioni; meccanismi di impiego dei capitali in grado di integrare gli obiettivi di impatto; maggior impegno in termini

di capitali da parte degli investitori istituzionali; e il rafforzamento delle competenze manageriali delle organizzazioni ad impatto.

35 Driver di crescita n=37

FATTORI PRINCIPALI

ALTRI FATTORI



“Le modalità condivise di investimento: questo è uno dei driver che guiderà le scelte future. È una delle principali vie da percorrere per cercare di efficientare la nostra capacità di investimento in questo settore”.

“Per facilitare le exit ci sono un po’ di meccanismi che potrebbero essere attivati, tipo dei fondi di garanzia oppure la creazione dei fondi più later stage”.

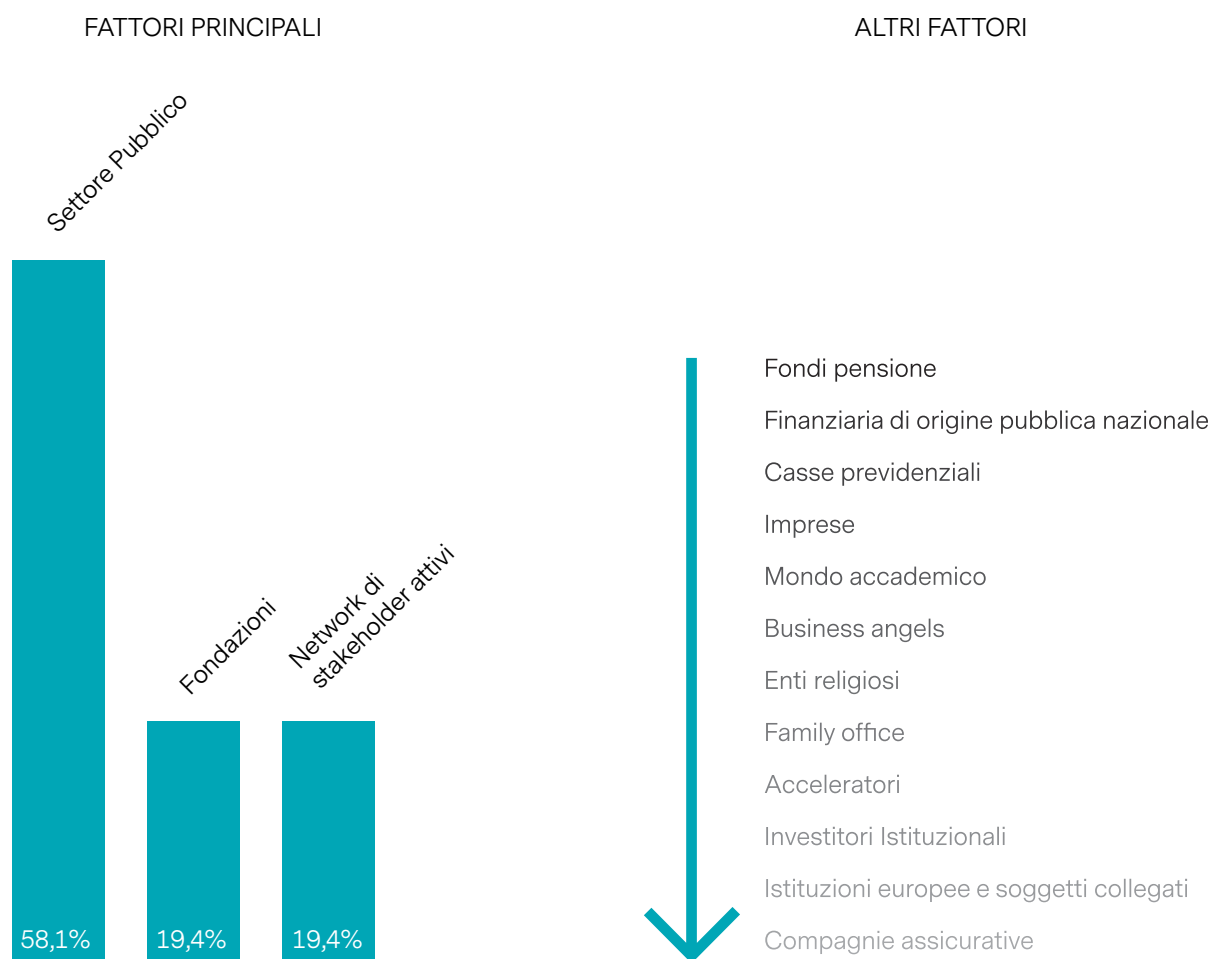
“Azioni per portare all’attenzione del governo centrale la centralità di questo tema”.

“Spingere sulla consapevolezza, cioè aumentare la base di persone attive o consapevoli dell’esistenza di questo mercato”.

Infine, gli intervistati sono stati chiamati ad esprimere una loro valutazione su quali saranno nel futuro le tipologie di soggetti che potranno giocare un ruolo chiave nella definizione dell'industry e della sua crescita, come mostrato nel Grafico 36.

36 Attori chiave

n=31



5. L'IDENTITÀ DELL'IMPATTO

Il primo Tiresia Impact Outlook, nel 2016, si concludeva con la considerazione che il settore della finanza per l'impatto, strettamente definito, si trovasse ancora in una fase fluida di innovazione non coordinata e stesse lentamente transitando verso una configurazione di mercato più strutturata e meglio definita: una fotografia non così diversa da quella che restituiva il quadro internazionale allora in piena evoluzione.

Il risultato che emerge dal Tiresia Impact Outlook 2019 non è significativamente diverso. Utilizzando, per le ragioni espresse in introduzione, una definizione di finanza per l'impatto basata sulla triade *intenzionalità-misurabilità-addizionalità*, si circoscrive un perimetro ancora piccolo, caratterizzato da una popolazione di protagonisti piuttosto consolidata e stabile, ancorché molto eterogenea.

Ciò premesso, l'ecosistema della finanza per l'impatto italiana mostra qualche segno di vitalità e di innovazione. È evidente il tentativo da parte degli operatori di organizzare la loro attività in modo più strutturato, sia in termini di raccolta sia di impieghi. Ciò è vero soprattutto nel settore del credito. Tutte le maggiori banche italiane hanno sviluppato iniziative nel settore, con modalità e esiti ancora molto diversi. Pochissime quelle che hanno sviluppato modelli estremamente avanzati, seppur possano essere considerati certamente di frontiera rispetto al quadro internazionale e probabilmente al limite estremo di ciò che è ragionevolmente perseguibile oggi da una banca dato il quadro regolatorio attuale. Infatti, nel settore del credito, un'applicazione rigorosa della triade di impatto e dei concetti di *intenzionalità, misurabilità, addizionalità* imporrebbe di considerare *strictly impact* solo strumenti nei quali vi sia una chiara correlazione tra merito creditizio, *pricing* e misurazione dell'impatto sociale. È evidente che l'ambiente regolatorio in cui operano le banche italiane è fortemente vincolante rispetto a questo approccio, probabilmente sulla base di motivazioni più che ragionevoli.

Gli strumenti *equity* consentono al contrario interpretazioni più radicali; non a caso il segmento che abbiamo definito *equity-strictly impact* è popolato unicamente dai pionieri del modello *impact* e dai loro epigoni. Questi protagonisti tendono a realizzare modelli di investimento nei quali la ricerca della soluzione ad un problema sociale (e quindi dell'impatto) precede o affianca la ricerca di un rendimento finanziario, spesso

sproporzionato al livello di rischio atteso dati i normali parametri di mercato. Essi, liberi da vincoli regolatori, hanno sviluppato modalità operative che tendono in modo più chiaro ad un astratto modello di finanza per l'impatto nella sua versione più radicale. Ciononostante, questi operatori si scontrano con tre problemi principali.

Il primo è legato alla scarsità e alla debolezza delle opportunità di investimento e di conseguenza del *deal flow*. Un'offerta di capitali oggi sovrabbondante rispetto alle reali opportunità di mercato sta inducendo gli operatori *equity* ad adattarsi alla realtà del mercato, fondamentalmente con due modalità. La prima, più virtuosa, consiste nel forte ingaggio manageriale verso le imprese oggetto di investimento. Ciò si traduce non solo nella consistente fornitura di servizi non finanziari ma anche attraverso partenariati più o meno strutturati con acceleratori e incubatori pubblici e privati, al fine di contribuire proattivamente alla costruzione di una pipeline adeguata alla dimensione dei capitali disponibili.

La seconda, più delicata, consiste nel rilassare i vincoli di screening di impatto, includendo tra i soggetti investibili imprese che non rispondono strettamente a criteri di imprenditorialità ispirati alla triade di impatto. A testimonianza di ciò, il fenomeno ricorrente per cui alcuni fondi che in fase di raccolta di capitali avevano dichiarato un interesse specifico per le imprese del terzo settore, hanno via via abbandonato il proposito per virare su target di imprenditorialità tradizionale, con parvenze più o meno credibili di *profit with purpose*. Ciò si riflette nella delle pratiche di misurazione dell'impatto utilizzate nelle transazioni, elemento più significativo per inferire l'approccio utilizzato nell'investimento.

Gli approcci alla valutazione riflettono un'interpretazione ancora poco articolata della nozione di impatto ricercato, spesso limitandosi alla misurazione dei beni e servizi prodotti con indicatori scelti sulla base della loro facilità di rilevazione più che sulla loro valenza sostanziale. Il secondo ostacolo è legato alle prospettive di exit, che ancora oggi rimangono piuttosto indeterminate, anche per l'assenza di mercati organizzati nei quali i titoli di impatto possano ricevere una valorizzazione adeguata.

Il terzo elemento è la difficoltà di classificazione e quindi di definizione di una possibile asset class. I risultati dello studio danno conto che in merito a nessuno degli elementi qualificanti degli strumenti

finanziari per l'impatto gli operatori convergono su interpretazioni e definizioni comuni. Non si rileva convergenza sulla nozione di rischio d'impatto, non sulle metriche ancora per nulla standardizzate, non sui modelli di governance atti a garantire il cosiddetto *mission-lock* e il bilanciamento tra interessi finanziari e sociali, non sulla natura dei *fiduciary duties* relativi alla dimensione di impatto. Il mercato italiano nel panorama internazionale, avendo come riferimento la fotografia che si evince dai rapporti più recenti²², si caratterizza per un rilevante grado di reale attenzione agli aspetti di generazione di impatto e valore sociale. Ciò anche in ragione del protagonismo, almeno culturale, del terzo settore nell'evoluzione del mercato, che limita le derive eccessivamente pro-business dell'approccio anglosassone.

Ciò che si osserva, tuttavia, rispetto al contesto internazionale, è la totale assenza di partenariati pubblico-privato per l'impatto, ad esempio sotto forma di schemi di *pay by result* o *outcome fund*, e di qualsivoglia interesse da parte dei *policy maker*. Stupisce che questa assenza permanga nonostante l'impegno in questa direzione di alcuni stakeholder rilevanti tra cui Asvis, il Forum della Finanza Sostenibile, il Forum del Terzo Settore ma soprattutto, sul tema specifico, la Social Impact Agenda per l'Italia (SIA). Questa, oltre a svolgere in nome e per conto di molti attori finanziari un ruolo di *advocacy* quanto mai necessario nel panorama nazionale, ricopre anche un importante ruolo di rappresentanza dell'ecosistema italiano nella comunità internazionale.

La politica nazionale ha ad oggi sostanzialmente ignorato la cosiddetta *impact economy* come nuovo paradigma di sviluppo e la finanza come elemento fondante di tale paradigma. Ancor più specificamente, la visione politica si è paradossalmente collocata in quell'area di *quasi impact* nel quale l'afflato di impatto si esaurisce in un'abbondante aggettivazione verde o sostenibile e si stempera sistematicamente in vecchi cliché ambientalisti o di politica sociale.

Ciò, insieme ad un eccessivo esercizio di prudenza nell'uso degli strumenti consentiti dalle regole di contabilità pubblica e dal codice degli appalti, ha reso sostanzialmente impraticabile l'esercizio di

partenariati finanziari pubblico-privato per l'impatto in Italia.

Nelle ultime fasi del Governo Gentiloni furono intraprese due iniziative di un certo interesse in questa direzione. Primo, lo stanziamento in legge di stabilità di una somma per l'istituzione di un *Outcome Fund*, poi diventato Fondo per l'Innovazione Sociale, uno strumento molto importante ma concepito politicamente in modo piuttosto blando rispetto all'obiettivo specifico dell'innovazione finanziaria per cui era stato immaginato. La seconda fu la costituzione, presso la Presidenza del Consiglio, di una commissione di esperti per la finanza a impatto, di cui si sono perse le tracce così come non è dato sapere che fine abbia fatto il rapporto che la stessa commissione consegnò dopo qualche mese.

Analogamente, si è perso nelle more della conversione in decreto l'intervento, previsto dalla riforma del terzo settore, che introduceva agevolazioni fiscali a favore degli investitori in *equity* delle imprese sociali, che forse avrebbe potuto più di ogni altro essere incisivo.

Qualche elemento di attivismo in più, oltre che dalla Cassa Depositi e Prestiti con la sua piattaforma di capitali per l'impatto, che agisce con logica di fondo di fondi verso gli intermediari, viene dalle finanziarie regionali. Ad esempio quelle di Lombardia, Piemonte e Sardegna che stanno elaborando sperimentazioni importanti, prevalentemente in collaborazione con la Commissione Europea. Quest'ultima svolge un ruolo particolarmente importante, sia attraverso strumenti diretti, sia attraverso l'azione dalle istituzioni finanziarie europee che stanno fortemente alimentando di capitale per l'impatto gli intermediari operanti nei diversi Paesi europei, sempre più spesso anche attraverso le cosiddette *National Promotion Bank*.

Dal punto di vista degli *asset provider*, oltre alla già citata Cassa Depositi e Prestiti, le grandi Fondazioni, soprattutto di origine bancaria, stanno svolgendo un ruolo determinante. Certamente nell'allocare capitali ma soprattutto nel promuovere modelli di intervento innovativi, spesso dotandosi di propri intermediari specializzati ed integrandoli in un ecosistema favorevole nel quale i soggetti possono avvalersi di *grant*, strumenti di garanzia,

²² Global Impact Investing Network. 2019 *Annual Impact Investor Survey*.

European Venture Philanthropy Association. 15 *Years of Impact. Tacking stock and looking ahead*.

European Venture Philanthropy Association. *THE EVPA SURVEY 2017/2018. Investing For Impact*.

occasioni di *procurement*, incubatori e acceleratori, collaborazioni universitarie, al fine di colmare quel divario di competenze strutturate necessario a rendere possibili gli investimenti.

Gli altri investitori istituzionali sembrano muoversi con grande prudenza ai confini del cosiddetto impact, privilegiando approcci più orientati agli ESG o al *thematic investing*. Ciò vale in generale particolarmente per fondi pensione e le casse previdenziali e meno per le compagnie assicurative che stanno sperimentando azioni molto interessanti riconducibili alla logica della finanza per l'impatto. Nonostante le prospettive nel prossimo triennio siano di un aumento considerevole degli asset gestiti dedicati all'impatto o degli impieghi bancari, ad oggi il cambio di scala dell'industry sembra ancora piuttosto lontano. Ciò in ragione dello scarso coinvolgimento del sistema pubblico, delle condizioni infrastrutturali sfavorevoli, della prudenza degli investitori istituzionali e della persistente debolezza o scarsità di modelli di business nel contempo solidi e genuinamente orientati all'impatto.

La ricerca si basa su una definizione volutamente molto stretta e radicale della finanza per l'impatto per due ragioni. Primo perché altri importanti studi hanno recentemente dato conto della dimensione e dell'evoluzione del più ampio insieme degli strumenti di finanza sostenibile. Secondo poiché riteniamo che in questo piccolo sottoinsieme di operatori e strumenti finanziari si trovi il codice genetico di una nuova generazione di capitali per l'impatto. La scommessa è che questi saranno capaci di esercitare una forza trasformativa ed accompagnare la transizione verso l'impact economy o ancora più ambiziosamente verso quel ripensamento del capitalismo che molti invocano. È evidente che una definizione così stringente e radicale di finanza per l'impatto, che individua una dimensione di mercato di molti ordini di grandezza più piccola rispetto al più ampio insieme della finanza sostenibile, rischia di relegare il settore alla marginalità e all'irrelevanza. Una lettura certamente legittima dei risultati presentati è che si tratti, nella migliore delle ipotesi, di un'interessante nicchia di operatori, in sospetto di vocazione filantropica, utili al più a sperimentare nuove forme di innovazione sociale e sussidiarietà.

Lettura difficilmente contestabile se si ritiene che le gravi forme di non sostenibilità ambientale e sociale, che minacciano il futuro delle prossime generazioni, possano essere affrontate con innovazioni

finanziarie incrementalì, talvolta di facciata o opportunistiche. Tali innovazioni rinunciano ad incidere strutturalmente sul paradigma economico corrente e, di fatto, mantengono inalterata l'attuale supremazia assoluta della ricerca del profitto rispetto alla ricerca di soluzioni per i grandi problemi sociali ed ambientali.

Se al contrario si ritiene che in qualche modo sia necessario ribilanciare i rapporti di forza tra profitto e impatto - senza rinunciare al primo ma neppure asservire completamente il secondo alle logiche del primo - allora la prospettiva su questa piccola e immatura industry descritta in queste pagine può cambiare radicalmente. Questa industry contiene, infatti, frammenti di uno specifico codice genetico: caratteristiche antropologiche, valori, modelli e strumenti che potranno giocare un ruolo decisivo nel fecondare una transizione dell'industria finanziaria *mainstream* verso un modello compatibile con le grandi sfide ambientali e sociali emergenti.

Una transizione che dobbiamo immaginare non dal vizio all'etica, non dal malvagio al buono, quanto piuttosto da una finanza estrattiva a una finanza generativa. La finanza generativa è quella capace cioè di generare insieme valore economico e sociale ristabilendo un rapporto più positivo con la società, con le comunità, con gli individui.

È illusorio pensare che la finanza per l'impatto descritta in queste pagine coincida esattamente con la nuova finanza generativa che, speriamo, verrà. È però del tutto verosimile che il perimetro che abbiamo cercato di descrivere costituisca un laboratorio di innovazione assai prezioso. Esso si pone quindi come un riferimento per coloro che avranno la responsabilità di ripensare i modelli di gestione di trilioni di asset affinché questi stessi possano essere messi al servizio di traiettorie di sviluppo nelle quali la tensione tra crescita economica, impatti climatici e diseguaglianze sociali non diventi sostanzialmente ingestibile.

INDICE DEI GRAFICI

1	Processo di identificazione e selezione degli operatori dell'offerta di capitali	23	Cosa? Dimensioni di analisi
2	Tipologia dell'organizzazione	24	Come? Metodologie di misurazione
3	Centralità delle attività a impatto	25	Quando? Fase del processo di impiego
4	Distribuzione geografica	26	Servizi non finanziari
5	Andamento storico puntuale e cumulato	27	Strategie di exit
6	Processo di identificazione dei soggetti investiti	28	Aspettative di rendimento finanziario
7	Deal flow negli anni	29	Rendimenti finanziari effettivi
8	La triade dell'impatto in teoria	30	Rischio finanziario
9	La triade di oggi	31	Rischio di impatto
10	La triade di domani	32	Operazionalizzazione del rischio di impatto
11	Classificazione As Is	33	Motivazioni degli operatori
12	Classificazione To Be	34	Barriere: prospettiva degli operatori dell'offerta
13	Le traiettorie della triade dell'impatto	35	Driver di crescita
14	I capitali impiegati dal 2006 fino a oggi	36	Attori chiave
15	Asset gestiti		
16	Asset gestiti in evoluzione		
17	Settori e SDG		
18	Forma imprenditoriale ibrida		
19	Fase del ciclo di vita		
20	Scouting o origination		
21	Criteri di screening		
22	Definizione degli obiettivi sociali		

- a Settori e SDG dei soggetti investiti
- b Tipologia imprenditoriale ibrida dei soggetti investiti
- c Fase del ciclo di vita
- d Distribuzione geografica
- e Scouting
- f Definizione degli obiettivi sociali
- g Le dimensioni di analisi della misurazione di impatto
- h Servizi non finanziari
- i Motivazioni dei soggetti investiti

Coordinamento scientifico

Mario Calderini

School of Management Politecnico di Milano, TIRESIA Research Center

Team di ricerca

Veronica Chiodo

School of Management Politecnico di Milano, TIRESIA Research Center

Alice Borrello

School of Management Politecnico di Milano, TIRESIA Research Center

Chiara Cremasco

Politecnico di Milano

Mariadonata Palmiotti

Politecnico di Milano

Maria Pinelli

Politecnico di Milano

Coordinamento operativo

Giulietta Paraboni

School of Management Politecnico di Milano, TIRESIA Research Center

Hanno collaborato

Irene Bengo

Roberto Randazzo

Nicola Ballerini

Federico Bartolomucci

Debora Caloni

Benedetta De Pieri

Claudio Di Benedetto

Federica Irene Falomi

Francesco Gerli

Emiliano Giovine

Gabriele Guzzetti

Giuseppe Taffari

Valentina Tosi

TIRESIA (Technology, Innovation and REsearch on Social ImpAct) è un centro di competenza della School of Management del Politecnico di Milano. Il gruppo di ricerca, formato da 5 professori, 2 ricercatori senior e 9 tra ricercatori junior e PhD e promuove l'insegnamento e la ricerca nel campo dell'impact economy, un paradigma imprenditoriale e finanziario emergente che include tutte le forme organizzative progettate e gestite per generare un impatto intenzionale positivo e misurabile ed un'azione trasformativa

sulla società. La ricerca e l'insegnamento del gruppo sono dedicati alla comprensione delle strutture, delle pratiche manageriali e delle strategie delle forme organizzative orientate all'impatto, con un'attenzione specifica al ruolo svolto dalle nuove opportunità tecnologiche. TIRESIA ha sviluppato una conoscenza ed esperienza rilevanti sia in termini di produzione scientifica sia nell'accompagnamento strategico ad innovatori sociali, imprenditori, banche, fondi ad impatto ed investitori istituzionali.

RINGRAZIAMENTI

Amundi Asset Management

Assicurazioni Generali

Associazione PerMicro Lab Onlus

Avanzi

AVM Gestioni

Banca ICCREA

Banca Popolare Etica

Banco BPM

BNL Gruppo BNP Paribas

Cassa Depositi e Prestiti

CGM finance

Compagnia di San Paolo

Equiter S.p.A.

Etica SGR

Etimos Foundation

Federcasce

Fondazione Denegri Social Venture

FinLombarda

FinPiemonte

Fondazione Con il Sud

Fondazione CRC

Fondazione Italia Sociale

Fondazione Social Venture Giordano dell'Amore

Fondazione Sviluppo e Crescita CRT

Garnell SGR

Impact Alliance Holding

Impact Hub Milano

Intesa San Paolo

Invitalia

Lendlease Italia

LITA.co

Oltre Venture

OPES LCEF

Pierri Philanthropy Advisory

Rancilio Cube

SEFEA Impact

Selectra SICAV

Sella Gestione SGR

Social Fare Seed

Social Impact Agenda

Société Générale Corporate & Investment Banking

Triodos Investment Management

Ubi Banca

UBS Asset Management

Unicredit Social Impact Banking

Unipol SAI

AuLab

Beltmap

Cloud-R

Eatright

Ethicjobs

Homers

Immobiliare sociale bresciana

Kalatà

Maam Life based learning

Made Program

Mammacult

MovieDay

Music Innovation Hub

Progetto QUID

Restorative Neurotechnologies

SEP Jordan

Synapta

Vienshow

Wher

Wonderful Italy



Tiresia © Novembre 2019
www.tiresia.polimi.it
tiresia-dig@polimi.it