



**UNO SGUARDO
ALL'IMPACT INVESTING
IN ITALIA NEL 2016**

UNO SGUARDO ALL'IMPACT INVESTING IN ITALIA NEL 2016

INDICE

1. Premessa	3
2. Highlights	6
3. Il contesto internazionale: uno scenario in evoluzione.....	7
4. Il contesto italiano: tra tradizione e cambiamento	10
5. Infografica	13
6. Nota metodologica.....	15
7. Una prima fotografia del mercato Italiano	16
Conclusioni	25

1. PREMESSA

Il fenomeno dell'Impact Investing ha attirato nel 2016 un'attenzione crescente anche se non sempre proporzionata alla reale consistenza del fenomeno. La narrativa si è dispiegata tra previsioni di nuove iniziative e ambizioni dichiarate, raccolte ed amplificate con enfasi mediatica giustificata più dalla risonanza di iniziative internazionali che da reali riscontri sul mercato italiano. Quest'ultimo, pur caratterizzato da esperienze interessanti e per certi versi pionieristiche anche nello scenario internazionale è ancora in forma poco più che embrionale.

La fotografia di sintesi è quella di un fenomeno potenzialmente destinato a trasformazioni estremamente importanti, segnate dall'interesse diffuso di operatori specializzati e generalisti, nuovi e già consolidati, che con grande probabilità daranno frutti concreti nel corso del 2017.

Ciò premesso, l'ambizione di rilevare empiricamente e quantitativamente la consistenza del fenomeno dell'impact investing in Italia è evidentemente velleitaria e si scontra con la natura ancora largamente aneddotica e liquida del fenomeno. Non per questo tuttavia, Tiresia, il centro di ricerca sull'innovazione e la finanza ad impatto sociale della School of Management del Politecnico di Milano, ha rinunciato ad offrire, con gli strumenti metodologici adeguati allo stato di evoluzione del mercato, un primo sguardo di prospettiva sugli investimenti ad impatto sociale, cercando di descrivere ciò che per larga parte sono ancora buone intenzioni e intendimenti strategici.

Le ricercatrici che hanno curato lo studio, Veronica Chiodo e Fania Michelucci, hanno compiuto uno sforzo imponente, avendo giustamente delimitato il campo di indagine nel modo più ampio possibile, nell'ipotesi che gli strumenti di impact investing emergeranno pervasivamente in tutti i settori dell'offerta finanziaria, nell'ampio spettro di strumenti che vanno dalla filantropia fino agli operatori di mercato. Tale delimitazione

ampia si è concretizzata nell'invio di oltre 1300 questionari a imprese, istituti finanziari, fondi, incubatori e acceleratori, fondazioni di impresa e di origine bancaria.

Il tasso di risposta, prevedibilmente piuttosto basso, testimonia soprattutto la scarsa conoscenza e consapevolezza che ancora caratterizza gli operatori. Tuttavia, gli oltre cento questionari ricevuti da altrettanti operatori hanno consentito di disegnare una fotografia, estremamente sfocata, di una galassia di interessi che si collocano, appunto come una costellazione a distanze molto variabili dal nucleo centrale della definizione di impact investing. Una costellazione nella quale tuttavia, si stagliano già con particolare chiarezza gli attori che nel 2017 daranno finalmente corpo alle attese di una nuova generazione di imprenditorialità sociale in rapidissima crescita ed evoluzione, anche in ragione delle previste novità normative, e dei connessi incentivi fiscali all'investimento, che daranno seguito a quanto approvato con la legge di riforma del terzo settore.

Al fine di pervenire ad una fotografia meno sfocata del nucleo che può essere considerato a pieno titolo impact investing, le ricercatrici hanno applicato criteri selettivi per giungere ad un insieme di trenta operatori che sono stati intervistati per fare emergere la loro interpretazione dell'Impact Investing, l'attività effettivamente svolta e le intenzioni per il futuro prossimo.

Ancora una volta, il quadro che ne emerge è estremamente ricco ancorché poco sintetizzabile ed ancor meno quantificabile, ma con un tratto distintivo chiaramente identificabile nell'elevatissima attenzione per il fenomeno e nella volontà di sperimentare nuove soluzioni anche di larga scala. In questo senso è evidente che in questo momento l'evoluzione nel segno dell'investimento ad impatto delle strategie

delle grandi fondazioni di origine bancaria, rappresentano l'elemento concreto più significativo che consente di prevedere un'importante aumento dei volumi di attività, che già si osservano nei primissimi mesi del 2017. Ugualmente, è facile prevedere che le iniziative specializzate degli operatori bancari con il coinvolgimento delle reti di vendita al pubblico, insieme all'interesse dei fondi pensione e degli operatori del mercato assicurativo rappresentano gli elementi necessari ad abilitare un cambiamento di scala del mercato.

In conclusione, quello rappresentato nelle pagine che seguono è un primo esercizio di rilevazione di un fenomeno che, paradossalmente, per molti versi ancora non può essere considerato un fenomeno a tutti gli effetti. Ciò comporta considerevoli difficoltà metodologiche e un genere di narrativa dei risultati che certamente ancora non soddisfa quel crescente bisogno di consistenti evidenze empiriche che tutti gli operatori del mercato esprimono con evidente bramosia.

Tuttavia, la realtà è che nel 2016 l'impact investing in Italia non ha caratteristiche e consistenza tale da consentire una rilevazione empirica classica. È però lecito attendersi, sulla base delle opinioni e degli elementi raccolti dalle ricercatrici di Tiresia, che il 2017 sia l'anno nel quale il mercato cambierà considerevolmente la sua fisionomia, fisionomia che Tiresia non mancherà di cogliere con il primo Italy's Impact Investing Outlook 2017 che vedrà la luce nei primi mesi del 2018.

TIRESIA - Technology and Innovation REsearch on Social ImpAct - è un centro di ricerca internazionale che opera nel campo dell'Innovazione, Finanza e Imprenditorialità Sociale presso la School of Management del Politecnico di Milano.

Il gruppo di ricerca, formato da 4 professori, 3 ricercatori senior, 6 tra studenti di dottorato e ricercatori junior e 3 associati, svolge attività di ricerca scientifica, formazione e consulenza.

Nella visione di TIRESIA, il social business e l'inclusive economy sono il motore che alimenta nuove infrastrutture sociali e crescita economica in una molteplicità di settori, discipline e istituzioni. La nostra mission è studiare e interpretare le trasformazioni in corso nell'eco-

sistema dell'innovazione sociale, analizzandone i modelli economici, di business e di policy. Oggetto della nostra attività è il social venture e il suo ecosistema in senso lato, dove per social venture è da intendersi ogni forma di nuova organizzazione economica che è orientata a valorizzare le opportunità dell'economia sociale e che è risultato di un complesso processo evolutivo che coinvolge, tra gli altri, individui, organizzazioni profit e non-profit, pubbliche e private.

TIRESIA prepara persone e istituzioni ai cambiamenti più radicali e alle sfide dell'ecosistema dell'innovazione sociale. Per questo gestiamo una parte del corso in Social Innovation and Sustainable Manufacturing nell'ambito della laurea specialistica in Ingegneria Gestionale. Il corso mira a fornire agli studenti gli strumenti necessari per lavorare nelle aziende che sono orientate alla creazione di valore sociale, economico e finanziario.

TIRESIA ha contribuito all'affermazione del Politecnico di Milano tra le top 10 università che svolgono attività di ricerca e formazione sui temi degli investimenti e della finanza ad impatto sociale e i risultati della nostra attività di ricerca sono regolarmente pubblicati in riviste scientifiche internazionali. In partnership con organizzazioni pubbliche, private e non profit, coordiniamo e gestiamo un osservatorio che si propone di offrire una prospettiva originale attraverso cui osservare ed interpretare i fenomeni che interessano l'ecosistema della finanza ad impatto sociale. La membership all'osservatorio offre l'accesso a pubblicazioni e business cases, visibilità, possibilità di partecipare a workshops e convegni, consulenza di business e di policy.

Attraverso ricerca, formazione, experimental learning e consulenza, rafforziamo la capacità di individui e organizzazioni di abbracciare soluzioni innovative e globali per problemi sociali complessi.



Leading the way in new social business ecosystem



VERONICA CHIDO

Veronica, laureata in Economia Sociale all'Università di Bologna, è dottoranda presso la School of Management del Politecnico di Milano. Ha svolto un periodo come assegnista di ricerca presso il Dipartimento di Ingegneria Gestionale sui temi dell'innovazione sociale e finanza ad impatto sociale. Ha preso parte ai lavori della Taskforce del G8 sugli investimenti ad impatto sociale come staff di supporto scientifico e alla creazione della Social Impact Agenda per l'Italia. Inoltre, ha lavorato per organizzazioni di imprenditorialità sociale occupandosi di raccolta dati, project management e reportistica sociale.



FANIA VALERIA MICHELUCCI

Fania è laureata in Ingegneria Gestionale ed è PhD candidate presso il Dipartimento di Ingegneria Gestionale della School of Management del Politecnico di Milano. Si occupa di social innovation e social impact finance, con particolare interesse alle dinamiche e ai razionali dell'ecosistema italiano. Ha preso parte ai lavori della Social Impact Investment Taskforce del G8 come supporto scientifico. Nel 2016 ha ricevuto una menzione d'onore per la ricerca presentata alla nona International Public Sector Conference organizzata dall'European Institute for Advanced Studies in Management. Nel 2013, è stata insignita del premio "Best Paper Award 2013" dal Centro di Ricerca Luigi Einaudi di Torino e nel 2012 del premio "Optime" riservato ai migliori laureati nell'anno accademico 2011/2012.

2. HIGHLIGHTS

- Per finanza o investimenti ad impatto sociale si intende una strategia di asset allocation con la quale i capitali sono investiti con l'esplicita intenzione di finanziare progetti in grado di generare un duplice valore, la creazione di un impatto sociale misurabile con, in certe circostanze, ritorni finanziari.
- Il fenomeno si declina nel contesto italiano come l'allocazione di capitale, prevalentemente con un approccio filantropico e con strumenti tradizionali, in organizzazioni che operano nel settore dell'economia sociale italiana.
- Il trend è crescente, ma più contenuto per i soggetti più esposti, dal punto di vista dimensionale, agli investimenti ad impatto sociale.
- Le aspettative di rendimento sono generalmente inferiori ai rendimenti di mercato.
- Due principali barriere mettono in difficoltà gli operatori: i rendimenti troppo bassi, specie se paragonati al profilo di rischio; l'individuazione di deals investibili che siano coerenti con i principi della finanza ad impatto sociale.
- Un tema considerato rilevante dagli operatori intervistati è quello della misurazione dell'impatto sociale prodotto dall'investimento, considerato probabilmente l'infrastruttura abilitante più urgente.

3. IL CONTESTO INTERNAZIONALE: UNO SCENARIO IN EVOLUZIONE

Anche se l'idea di riconciliare gli effetti sociali con i rendimenti finanziari non è del tutto nuova, la popolarità degli investimenti ad impatto sociale è tornata in auge a partire dal 2007. Le motivazioni di una rinnovata sensibilità al ricongiungimento di entrambi gli aspetti - finanziario e sociale - sono da ricercarsi nella convergenza di alcuni fattori. Tale compresenza, venutasi a concretizzare in un determinato periodo storico, ha stimolato il pensiero attorno ad un cambio di paradigma su come le iniziative a carattere sociale possano essere finanziate. Il peggiorare delle problematiche sociali a cui è esposta la nostra società ed il perdurare degli effetti negativi della crisi finanziaria hanno suscitato malcontento generale e scetticismo verso la reale capacità della finanza di essere sostenibile, dei modelli assistenzialistici e filantropici di essere efficaci e della finanza pubblica destinata al welfare di essere efficiente. Tali cause hanno incoraggiato un ripensamento di come il capitale possa essere allocato più efficacemente per finanziare l'innovazione e l'imprenditorialità sociale. In primo luogo, lo strascico della crisi finanziaria ha posto in discussione le modalità usate per stimare il rischio di investimento e la rilevanza che alcuni fattori, quello ambientale, quello sociale e di governance, possono avere nella valutazione degli investimenti. In secondo luogo, la gravità e la diffusione dei problemi sociali più urgenti del nostro tempo - basti pensare a titolo di esempio alla questione ambientale, ai flussi migratori, all'invecchiamento della popolazione e al fenomeno di urbanizzazione delle città - superano di gran lunga la capacità di risorse disponibili alla loro risoluzione, non solo filantropiche, ma anche pubbliche. Se da un lato la scala delle sfide sociali cresce, dall'altro i governi hanno sempre meno risorse da dedicare al welfare, cadendo nel paradosso di dover rispondere a più bisogni con budget più contenuti.

Nel 2007, la Rockefeller Foundation ha ospitato a Bellagio (in Italia) il primo meeting internazionale sugli investimenti ad impatto sociale, per discutere come perseguire intenzionalmente un duplice obiettivo nell'allocazione dei capitali: un rendimento finanziario e, contemporaneamente, un impatto sociale positivo e misurabile. Negli anni successivi, diversi eventi hanno contribuito all'affermazione di questa nuova pratica. Nel 2009, J.P. Morgan, la Rockefeller Foundation e la United States Agency for International Development hanno fondato il Global Impact Investing Network (GIIN), con l'obiettivo di costruire l'infrastruttura, promuovere la ricerca e fare rete. Nello stesso anno vengono presentati i primi tentativi di standard per la misurazione dell'impatto sociale di questo nuovo approccio all'investimento: il Global Impact Investing Rating System (GIIRS) e l'Impact Reporting and Investment Standards (IRIS). Di lì a poco UBS, Merrill Lynch e Deutsche Bank lanceranno i primi impact funds, mentre Morgan Stanley promuoverà l'iniziativa "Investing for Impact". Il 2011 rappresenta una pietra miliare nell'evoluzione del fenomeno a livello internazionale. Nel Regno Unito il governo approva il Dormant Bank and Building Society Account Act, aprendo di fatto la strada alla nascita di Big Society Capital. Il Cabinet Office destina inoltre 10 milioni di sterline all'Investment and Contract Readiness Programme, con l'obiettivo di fare capacity building e supportare le imprese sociali nella messa a punto dei business plan. Negli Stati Uniti, l'Overseas Private Investment Corporation alloca 285 milioni di dollari da destinare alla nascita di fondi di investimento ad impatto e la Small Business Administration lancia la Impact Investment Initiative. Nello stesso anno, il governo australiano stabilisce i Social

Enterprise Development and Investment Funds, mentre la Commissione Europea approva la Social Business Initiative. Sempre nel 2011, nel Regno Unito parte la prima sperimentazione al mondo di social impact bond, un contratto di procurement in partenariato pubblico-privato basato sul raggiungimento di risultati definiti ex ante. Nei mesi successivi, le prime compagnie assicurative si avvicinano alla pratica, sono AXA e Zurich Insurance Group. Nel 2013, sotto la presidenza inglese, il G8 istituisce una Taskforce dedicata allo studio degli investimenti ad impatto sociale. Centinaia di esperti, studiosi e professionisti sono invitati a produrre raccomandazioni di policy per favorire la crescita del mercato. Nei mesi seguenti, il governo inglese approva la Social Investment Tax Relief e a Londra nasce la prima Social Stock Exchange. Recentemente, il mercato degli investimenti ad impatto sociale ha visto l'entrata di nuovi players, spesso colossi della finanza, come BlackRock Inc. e Bain Capital LP ed ha avuto risonanza nel settore l'acquisizione di Imprint Capital, un investment advisory specializzato nella finanza ad impatto sociale, da parte di Goldman Sachs Asset Management. Secondo l'ultimo market report di Social Finance, a giugno 2016 i progetti pay-for-success effettivamente in corso erano 60 in 15 diversi stati, la metà di questi nel Regno Unito. Il capitale complessivamente movimentato da tali investimenti è pari a 100 milioni di dollari in USA, più di 200 milioni di dollari nel mondo. Inoltre, sappiamo che su 60, 21 hanno dimostrato di poter generare dei risultati positivi, 12 hanno iniziato a ripagare gli investitori e 4 hanno totalmente rimborsato interessi e capitali. Ad oggi, i players principali sono fondazioni, venture capitalist, istituzioni finanziarie, individui ad alto reddito, imprese, community and development institutions, che investono in molteplici settori e paesi, attraverso debito, mezzanine, garanzie, equity. Nonostante lo sviluppo e l'interesse di questi anni, gli inve-

stimenti ad impatto sociale rappresentano tuttavia solo una piccola percentuale del totale degli assets under management nel mondo. Il report ImpactBase Snapshot¹ 2015, rivela che gli investimenti effettuati dai fondi intervistati sono stati pari in media a 52,5 milioni di dollari, mentre ogni fondo ha gestito in media 110 milioni di dollari. Più del 75% dei fondi ad impatto sociale considerati nell'analisi ha ottenuto rendimenti in linea con quelli di fondi tradizionali. Secondo l'ultimo report annuale pubblicato dal GIIN², nel 2015 i 158 investitori rispondenti alla survey hanno finanziato 7.511 investimenti per un totale di 15,2 miliardi di dollari. La previsione di investimenti per l'anno in corso sembra essere promettente ed è prevista una crescita del 16% entro la fine dell'anno. Gli investitori intervistati hanno inoltre segnalato degli miglioramenti nella sofisticatezza del settore, specie in merito alle competenze, alla raccolta dei dati e alle pratiche di misurazione dei risultati sociali.

La stima della dimensione del mercato è invece ancora molto inaccurata e variabile. La Taskforce istituita dal G8 ha riportato alcune stime spesso definite "prudenti" o "approssimate". Il valore del mercato oscilla tra i 42 miliardi di dollari in USA, i 247,7 milioni di dollari in Giappone, 10,6 miliardi di dollari in Portogallo o 300 milioni di dollari in Messico. Per alcuni stati è stata addirittura azzardata una stima previsionale, usando però logiche conservative: 32 miliardi di dollari australiani entro il 2020 in Australia; 3,2 miliardi di dollari in Canada nel 2017; 50 miliardi di reais brasiliani in Brasile entro il 2020; 28,9 miliardi di euro in Italia. Indipendentemente dai numeri, gli analisti sono concordi nell'attendere una crescita positiva nei prossimi anni. In particolare, l'ultimo report "Impact Investing Trends: Evidence of a Growing Industry"³ edito dal GIIN a Dicembre 2016 evidenzia che l'industria cresce sia in termini di dimensioni sia di maturità del mercato. Gli asset under management sono cresciuti del 18% in due anni e gli investitori sono

1 <https://thegiin.org/assets/documents/pub/ImpactBaseSnapshot.pdf>

2 <https://thegiin.org/knowledge/publication/annualsurvey2016>

3 <https://thegiin.org/knowledge/publication/impact-investing-trends>

soddisfatti dei rendimenti finanziari tanto quanto degli impatti sociali ottenuti dai loro investimenti.

L'analisi tematica di 75 documenti prodotti negli anni 2014-2016 dai gruppi di lavoro della Taskforce del G8 condotta dal nostro team di ricerca TIREZIA⁴, ha identificato alcune peculiarità del fenomeno e alcuni trends in corso. In primo luogo, il mercato è ancora una nicchia e si mostra abbastanza disconnesso. In alcuni stati, lo stadio di sviluppo del mercato è più avanti che in altri, specie nel Regno Unito e negli Stati Uniti. I capitali pubblici e filantropici hanno avuto un ruolo importante in questi paesi, e le forme di debito prevalgono sugli investimenti in equity. Difatti, anche se gli investimenti ad impatto sociale sono spesso associati ai social impact bonds, in realtà lo studio dimostra una sostanziale carenza di innovatività nella strumentazione finanziaria, mentre strumenti ben consolidati sono di solito preferiti. In secondo luogo, i governi si mostrano prevalentemente scettici o neutrali al fenomeno, ad eccezione dei paesi anglosassoni dove, invece, lo stato è intervenuto nel mercato attraverso regolamentazioni, co-investimenti, first-loss capital ed introducendo all'interno delle

procedure d'acquisto dei servizi pubblici criteri di sostenibilità sociale ed ambientale, oltre a prezzo e qualità. Tuttavia, questo scenario è in piena mutazione, dal momento che altri stati si accingono a seguire il modello inglese e a discutere l'approvazione di incentivi fiscali, nuovi status legali per l'impresa sociale e specifiche regolamentazioni, come ad esempio in Francia, Giappone, Portogallo, Israele e Messico. Lo studio rivela inoltre che gli investimenti ad impatto sociale soffrono di una generale carenza di liquidità. Se, da un lato, ciò pesa limitatamente sulle scelte dei venture philanthropists e dei governi, dall'alto rappresenta una barriera all'ingresso per investitori istituzionali e retail. La diffusione lenta, ma positiva, delle prime Social Stock Exchange va in questa direzione, così come lo sviluppo di prodotti e veicoli appositamente pensati per il retail. Da ultimo, lo studio ha confermato che la carenza di un sistema di standard in grado di fornire strumenti utili per confrontare le opzioni di investimento rende più complessa la valutazione dei medesimi e la misurazione dei risultati. Difatti, nonostante le diverse linee guida e i metodi esistenti, nessuno di questi ha di fatto raggiunto la massa critica necessaria per poter essere considerato uno standard.

⁴ Ricerca presentata alla ISIRC International Social Innovation Research Conference a Glasgow (Scozia), 5-7 Settembre 2016

4. IL CONTESTO ITALIANO: TRA TRADIZIONE E CAMBIAMENTO

La forte tradizione di credito mutualistico, l'alto numero di organizzazioni del Terzo settore⁵ e una quota pro capite di capitale filantropico tra le più alte in Europa⁶, fanno sì che il contesto italiano sia particolarmente predisposto allo sviluppo degli investimenti ad impatto sociale. Tuttavia, l'Italia ha iniziato ad interessarsi a questo nuovo approccio, che, come anticipato nel precedente paragrafo, è nato nel Regno Unito e negli Stati Uniti circa da dieci anni, soltanto a partire dal 2013. Proprio nel 2013, i delegati italiani sono stati invitati a far parte della Taskforce G8 sugli investimenti ad impatto sociale, avviando di fatto il dibattito sull'opportunità di queste nuove pratiche. Sull'onda degli investimenti effettuati sul tema delle Smart Cities e Smart Communities, l'allora Ministro dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca ha promosso una consultazione per definire l'agenda italiana della Social Innovation che conteneva una specifica sezione dedicata a strumenti finanziari innovativi per supportare le innovazioni sociali. L'obiettivo era tracciare, utilizzando un approccio partecipativo ed inclusivo, un'agenda di azioni da mettere in campo per affrontare i problemi sociali del Paese. Nello stesso anno, l'Italia è stato il primo Paese ad emanare una legge che regolamentasse una particolare forma di investimenti ad impatto sociale: l'equity crowdfunding.

Contemporaneamente, hanno preso avvio i lavori della Taskforce G8 sugli investimenti ad impatto sociale con l'istituzione in seno alla

Presidenza del Consiglio del National Advisory Board che ha coinvolto rappresentanti del settore non profit, privato e pubblico. Gli sforzi di tali soggetti sono in seguito confluiti in un rapporto⁷ che avanza una serie di raccomandazioni, rivolte ai policymakers, al fine di costruire un contesto che favorisca lo sviluppo degli investimenti ad impatto sociale in Italia. All'interno del dibattito internazionale, l'Italia si è fatta portabandiera di una specifica posizione rispetto allo sviluppo di questa tipologia di investimenti: le caratteristiche, e l'esistenza, di un mercato degli investimenti ad impatto sociale saranno conseguenza delle caratteristiche che assumerà l'imprenditorialità sociale in Italia ed è per questo fondamentale evitare di creare degli strumenti finanziari sofisticati che però non rispondano alle reali necessità delle organizzazioni dell'economia sociale nazionale. Una recente indagine pubblicata dalla Thomson Reuters Foundation⁸ fa un confronto tra diversi paesi a livello globale per capire quale sia il contesto maggiormente in grado di supportare lo sviluppo delle imprese sociali. In relazione alla raccolta di capitale, in Italia le organizzazioni denunciano una difficoltà sia nella raccolta di donazioni sia di capitale nella forma del debito e dell'equity.

A tal proposito, due provvedimenti legislativi possono giocare un ruolo cruciale. Il primo è stato emanato tra il 2012 ed il 2013 al fine di promuovere la nascita di imprese tecnologiche innovative; da un

5 Uno studio di Iris Network ha rilevato la presenza di 13.000 imprese sociali riconosciute a livello legislativo e 144.000 potenziali imprese sociali.

6 Martin, 2014

7 "La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia".

8 <http://poll2016.trust.org/country/?id=italy>

punto di vista finanziario, le start-up innovative godono di particolari facilitazioni nella raccolta di capitale attraverso piattaforme di crowdfunding e incentivi fiscali per soggetti che vogliono investire in esse. Una particolare attenzione è stata riservata a quelle organizzazioni che sviluppano un'innovazione tecnologica con la finalità di rispondere ad un bisogno sociale, definite "start up innovative a vocazione sociale (SIAV)", che godono delle stesse agevolazioni delle start up innovative. Inoltre, la procedura per assumere la qualifica di SIAV è stata recentemente modificata: se prima era il settore in cui operavano a dimostrare la vocazione sociale, ad oggi le imprese devono produrre un'autocertificazione di impatto sociale generato.

Una delle raccomandazioni della Taskforce G8 era appunto l'inclusione delle medesime agevolazioni anche all'interno della legge che disciplina le imprese sociali. Difatti, molti hanno riconosciuto l'incapacità del Decreto Legislativo 155/2016 nel cogliere a pieno le potenzialità dell'imprenditorialità sociale italiana e, a giugno di quest'anno, il governo ha approvato una nuova versione della legge all'interno del più ampio provvedimento di riforma del Terzo Settore. I cambiamenti introdotti nella nuova versione potrebbero essere determinanti anche per lo sviluppo degli investimenti ad impatto sociale in quanto consentiranno la creazione di imprese sociali più attrattive anche per potenziali investimenti. In primo luogo, organizzazioni con diverse forme legali, sia non profit sia for profit, potranno assumere la qualifica di impresa sociale. Inoltre, nella precedente versione della legge le imprese sociali non potevano distribuire i profitti, ma avevano l'obbligo di reinvestirli per intero in un'attività a carattere sociale; nonostante la motivazione di questo inciso – proteggere la mission sociale – fosse chiara e condivisibile, questo divieto ha scoraggiato qualsiasi tipo di investimento in equity o quasi equity. I recenti decreti attuativi prevedono, invece, una distribuzione degli utili e degli avanzi di gestione, seppure con le dovute limitazioni (una quota non superiore al 50%), e l'opportunità di includere nella governance dell'organizzazione anche persone giuridiche for profit.

Un altro importante tassello nella costruzione di un framework legislativo che supporti lo sviluppo degli investimenti ad impatto sociale è stata l'attuazione della legge sul microcredito che permette anche a soggetti diversi dagli intermediari finanziari riconosciuti dalla legge di erogare questa tipologia di servizi finanziari.

Il lavoro della Taskforce G8 sugli investimenti ad impatto sociale si è formalmente chiuso a settembre 2014 con la pubblicazione del rapporto "La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia". Questo ha certamente contribuito ad alimentare il dibattito intorno alla possibilità di utilizzare capitali privati addizionali, oltre a quelli filantropici, e contratti basati sulla misurazione dei risultati per finanziare l'offerta di servizi sociali. In seguito, sono giunte diverse risposte a tali sollecitazioni, sia da soggetti del settore privato sia pubblico.

Diverse banche e fondazioni stanno implementando delle sperimentazioni attraverso strumenti di debito e obbligazionari. Le principali fondazioni ex bancarie, tra cui Fondazione Cariplo – già attiva con un importante fondo di housing sociale e un fondo di fondi per il microcredito – Compagnia di San Paolo e Fondazione Cassa di Risparmio di Torino, si stanno dimostrando molto attente allo sviluppo equilibrato di nuovi strumenti finanziari e alla promozione degli ecosistemi territoriali in grado di trarne beneficio, segnale di un imminente aumento di attività sul mercato dei fondi a impatto sociale.

Invitalia S.p.A., l'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa, di proprietà del Ministero dell'Economia, ha creato Invitalia Ventures che gestisce un fondo, capitalizzato per la maggior parte con fondi pubblici, che coinveste con venture capitalist italiani e internazionali per supportare start up innovative; sino ad ora ha investito in cinque organizzazioni nel settore della sanità e delle monete alternative. Fondi pubblici (1 milione) sono stati usati anche per la creazione di un wholesaler degli investimenti ad impatto sociale, la Fondazione Italia Solidale. È un fondo dei fondi che integra i fondi

pubblici a disposizione con ulteriori capitali privati di tipo filantropico e li distribuisce alle imprese sociali. Non sono ancora stati divulgati precisi dettagli riguardo le tipologie di strumenti che verranno impiegati per trasferire il capitale alle imprese sociali.

Anche le amministrazioni locali si stanno attivando. Tre casi pionieristici sono la città di Torino, di Milano e la Regione Sardegna. *Torino Social Innovation* è il primo programma di una municipalità italiana che supporta finanziariamente start up con finalità sociali tramite prestiti agevolati e donazioni. L'ammontare dei prestiti consentiti è al di sopra dei 25.000 € cosa che lo differenzia rispetto alla pratica del microcredito; inoltre, le start up sono scelte dall'amministrazione pubblica, mentre sono gli intermediari partner del progetto ad erogare il prestito, che viene garantito fino all'80% dal Comune di Torino.

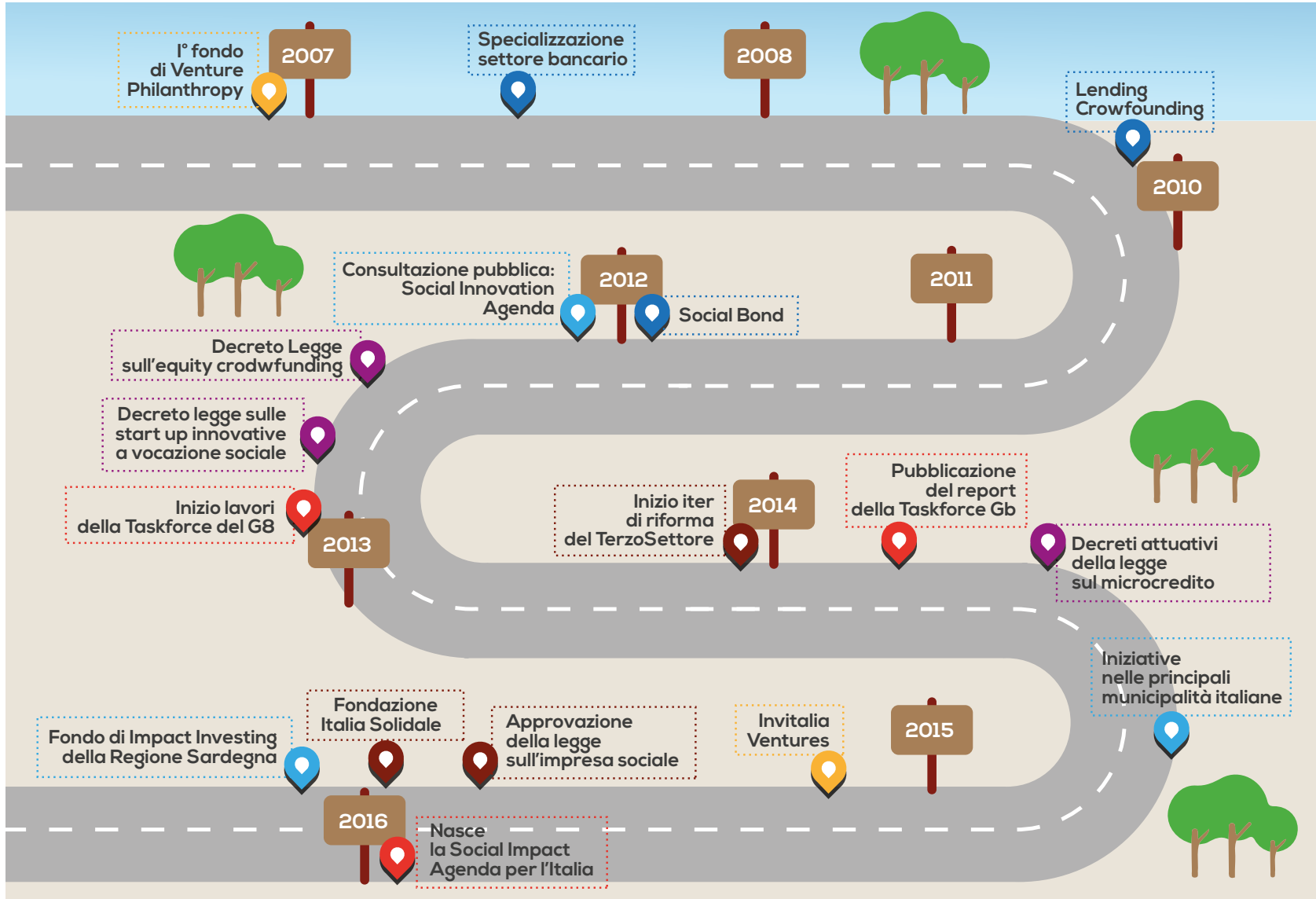
Il Comune di Milano, all'interno del più ampio programma sulle Smart City, ha supportato lo sviluppo di innovazioni sociali per risolvere i problemi delle aree urbane. Specificatamente, ha creato Fabriq che è allo stesso tempo un incubatore di imprese sociali (che offre anche finanziamenti a fondo perduto oltre ai servizi tipici dei programmi di incubazione) e un progetto di rigenerazione urbana dal momento ha sede nel quartiere periferico di Quartoggiaro. Inoltre ha approvato un progetto di reward base crowdfunding civico appoggiandosi alla piattaforma Eppela; l'iniziativa prevede che il Comune raddoppi l'ammontare raccolto dai progetti che raggiungono il target prefissato, fino ad un massimo di 50.000 €. Infine, il Comune è fortemente impegnato nella

promozione della conoscenza e della cultura della sharing economy nell'area milanese.

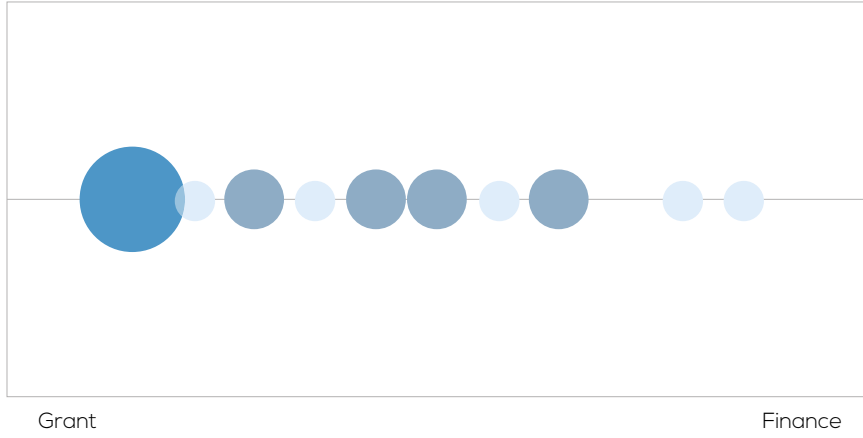
Anche altre amministrazioni locali, come Firenze, stanno progettando l'implementazione di programmi sull'innovazione sociale. L'ultima iniziativa in ordine temporale è, però, quella della Regione Sardegna. A giugno 2016 la Regione ha creato un fondo di 8 milioni di euro per finanziare progetti pilota di imprenditorialità sociale. Il fondo è capitalizzato con i fondi strutturali europei e finanzia imprese sociali tramite debito, equity e strumenti obbligazionari, con una particolare attenzione per quelle innovazioni che intervengono nell'ambito dell'occupazione e della valorizzazione del patrimonio culturale. Il fondo, che sarà gestito dalla finanziaria della Regione Sardegna, adotterà uno schema simile a quello dei fondi rotativi: le imprese sociali dovranno restituire il capitale ricevuto e gli investitori riceveranno una remunerazione sulla base dei risultati sociali raggiunti.

Da ultimo, a gennaio 2016 è nata l'Associazione Social Impact Agenda per l'Italia (SIA) che intende raccogliere il lascito degli sforzi prodotti dal National Advisory Board. Tra i suoi soci si annoverano banche, associazione di secondo livello in rappresentanza delle imprese sociali, fondi impact, assicurazioni, fondazioni ed intermediari specializzati. La SIA si propone, oltre al monitoraggio delle raccomandazioni prodotte dal National Advisory Board, di sviluppare un'attività di advocacy diretta ai policy makers, il supporto allo sviluppo di sperimentazioni, analizzare le best practice emergenti e contribuire alla riflessione del Global Social Social Impact Investment Steering Group.

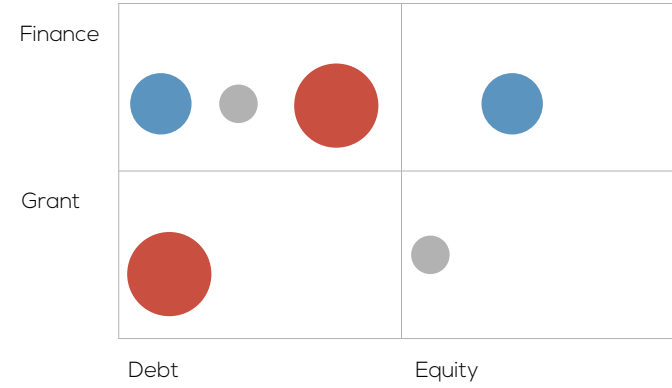
5. INFOGRAFICA



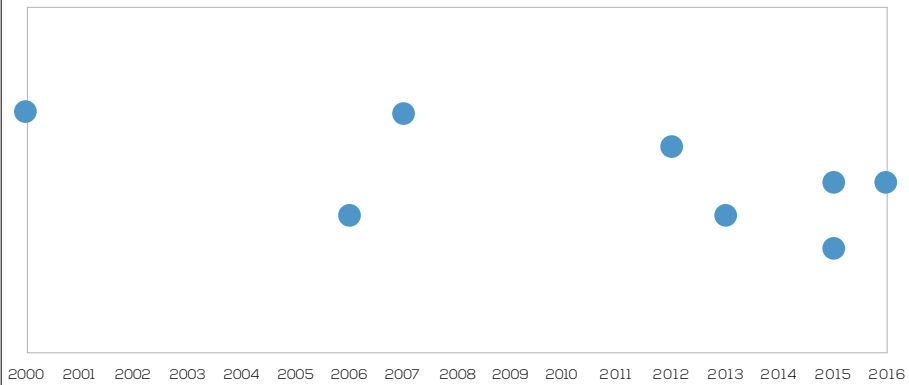
SPECTRUM



POSIZIONAMENTO



TIMELINE



6. NOTA METODOLOGICA

Il presente studio consiste in una prima indagine circa lo stato dell'arte degli investimenti ad impatto sociale nel contesto Italiano.

La ricerca è stata organizzata in due fasi.

Nel primo step, è stata condotta una survey massiva online, indirizzata a 1393 organizzazioni, tra cui banche, società di gestione, incubatori, società di venture capital, fondazioni bancarie e d'impresa, large corporations, assicurazioni, società di microcredito e family offices. Infatti, da un'attenta analisi della letteratura, questi risultavano i soggetti potenzialmente più inclini alla pratica degli investimenti ad impatto sociale. L'obiettivo della survey era quello di individuare i soggetti che effettivamente realizzano investimenti ad impatto sociale in Italia, al fine di definire il campione su cui realizzare un'analisi più dettagliata delle pratiche in corso.

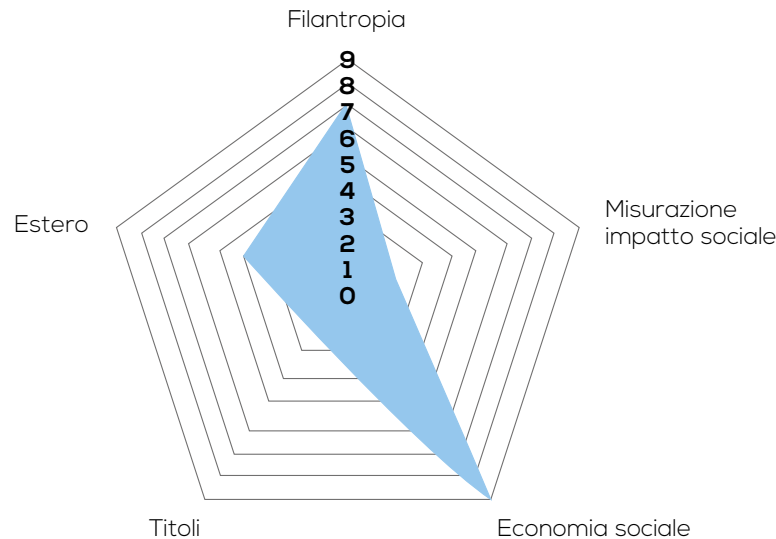
Il tasso di risposta della survey si è attestato attorno all'ordine dell'8%. Questo valore ha rappresentato un primo risultato in sé, significando che gli investimenti ad impatto sociale rappresentano una sostanziale novità nel panorama nazionale. Tra i rispondenti alla survey, solamente 60 hanno dichiarato di effettuare investimenti ad impatto sociale,

ma solo la metà risultava effettivamente rispondente ai criteri definitivi e di inclusione/esclusione stabiliti per la ricerca: ovvero l'aver lanciato iniziative o gestire iniziative in corso, criteri definitivi, partecipazione a tavoli di lavoro sul tema della finanza ad impatto sociale, forum o eventi di settore. Tra questi, in 20 hanno accettato di essere intervistati in maniera più approfondita. Essi sono prevalentemente banche, fondazioni di impresa e bancarie, società di gestione e di venture capital. Sebbene il numero di soggetti inclusi sia modesto, il rigore dei molteplici step metodologici ha permesso di individuare quegli operatori che ad oggi effettuano realmente investimenti ad impatto sociale in Italia.

Durante il secondo step della ricerca, sono state condotte delle interviste semi-strutturate con uno o più esponenti delle organizzazioni selezionate. Ciascuna intervista ha avuto una durata non inferiore a 50 minuti e non superiore a 2 ore, ed è stata condotta seguendo un protocollo semi-strutturato di 19 domande. Le interviste sono state effettuate nel periodo compreso tra Marzo ed Agosto 2016. Ciascuna intervista è stata registrata, trascritta, analizzata e codificata dal team di ricerca.

7. UNA PRIMA FOTOGRAFIA DEL MERCATO ITALIANO

7.1 DEFINIZIONE



Il primo dato che emerge dalla rilevazione è la mancanza di una coscienza comune su cosa siano gli investimenti ad impatto sociale, dal momento che un'eterogeneità di pratiche confluisce sotto questa etichetta.

Si è cercato dunque di mappare le diverse definizioni rilevate, triangolandole con le dimensioni caratterizzanti gli investimenti ad impatto sociale proposte dalla letteratura accademica e professionale di settore: (a) investimenti in organizzazioni o fondi, (b) raggiungimento di un impatto sociale misurabile (c) ottenimento di un ritorno finanziario.

Dall'analisi emerge la seguente definizione degli investimenti ad impatto sociale nel mercato italiano. Allocazione di capitale, preva-

Cosa sono, per la vostra organizzazione, gli investimenti ad impatto sociale?

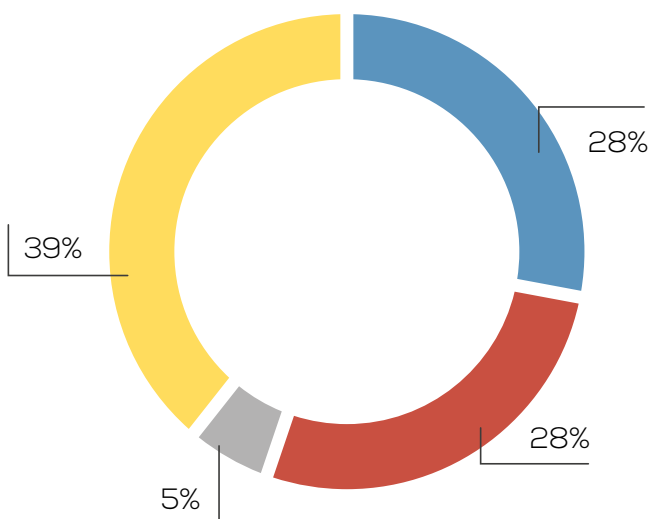
Per gli operatori del mercato italiano, gli investimenti ad impatto sociale consistono in:

Allocazione di capitale, prevalentemente con un approccio filantropico e con strumenti tradizionali, in organizzazioni che operano nel settore dell'economia sociale italiana.

lentemente con un approccio filantropico e con strumenti tradizionali, in organizzazioni che operano nel settore dell'economia sociale italiana. Sono investimenti in netta prevalenza in organizzazioni presenti sul territorio italiano. L'impatto sociale viene citato come obiettivo, ma la sua misurazione non viene considerata un requisito dirimente.

Infine, i rispondenti non discriminano sulla base dell'ottenimento di un ritorno finanziario e nemmeno sulla base della necessità di creare nuovi strumenti che incorporino in modo innovativo il duplice obiettivo di ritorno sociale e finanziario.

7.2 STRUMENTI



Quale strumento viene utilizzato dalla vostra organizzazione per effettuare investimenti ad impatto sociale?

Gli strumenti maggiormente utilizzati sono:

- Obbligazione sociale
- Sponsorizzazione
- Fondo di garanzia

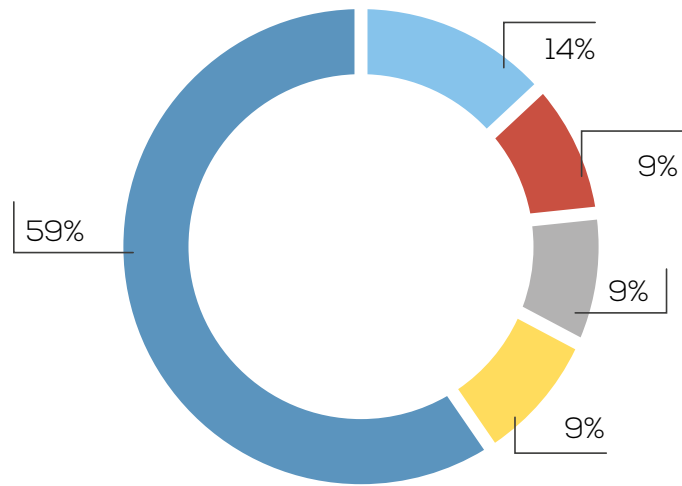
L'utilizzo di strumenti di tipo filantropico (che non prevedono la restituzione del capitale) è l'approccio prevalente tra gli operatori intervistati. Tuttavia, se si considerano gli strumenti che prevedono un ritorno finanziario (bond, equity e fido) in termini di valore e non numerici, il loro utilizzo prevale su quelli di tipo filantropico.

Nel confronto tra strumenti di equity e strumenti di debito offerti da intermediari finanziari, si registra una leggera prevalenza degli strumenti di debito che consistono in obbligazioni e fidi.

Il dato più interessante è la completa assenza di strumenti creati "ad hoc" per questa tipologia di investimenti. Gli strumenti utilizzati dagli operatori nella loro attività di allocazione del capitale sono di tipo tradizionale.

Emerge, quindi, la fotografia di un mercato caratterizzato da una bassa sofisticazione finanziaria dove il livello più alto di reingegnerizzazione è rappresentato da due casi di fondi obbligazionari, di cui uno recentemente quotato in borsa. Oltre alla tradizionale analisi ESG (Environmental, Social and Governance) il gestore realizza un'analisi della generazione di valore sociale ed ambientale sia ex-ante, sugli obiettivi dichiarati dagli emittenti, sia ex-post, sui risultati effettivamente conseguiti. I temi considerati sono ambiente, accesso al credito, assistenza sanitaria, alimentazione e agricoltura, social housing e istruzione.

7.3 SETTORI



- Welfare
- Cultura - Arte
- Ambiente
- Altro
- No focus

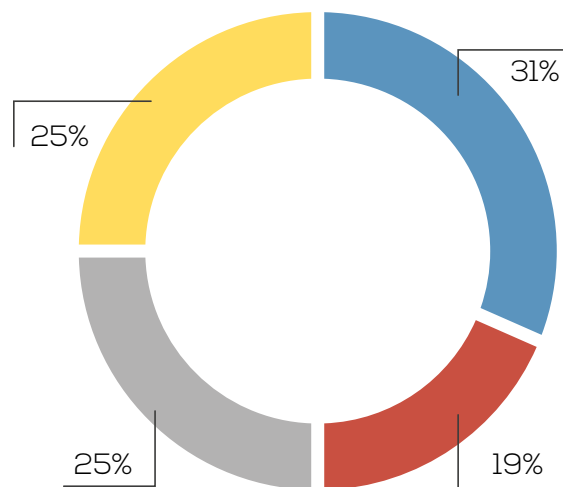
Qual è il settore prevalente delle iniziative che finanziate con investimenti ad impatto sociale?

Gli operatori sono alla ricerca di opportunità di investimento in diversi settori.

Gli operatori dichiarano di non focalizzarsi a priori su determinati settori, ma la loro specializzazione si è sviluppata con l'evolversi dell'attività di investimento.

La più alta quota di investimenti ad impatto sociale si rileva nel settore del welfare (servizi alla persona, sanità, educazione); a seguire, troviamo il settore artistico culturale e quello della protezione dell'ambiente.

7.4 SCREENING EX-ANTE



- Finanziari strutturati
- Finanziari non strutturati
- Sociali strutturati
- Sociali non strutturati

Come selezionate i destinatari dell'investimento?

Lo screening dell'impatto sociale generato viene effettuato dalle reti di riferimento oppure con questionari e il metodo SROI.

Nell'analizzare i dati circa le modalità di screening ex-ante del destinatario dell'investimento, si distingue tra la valutazione dei requisiti economico-finanziari e quelli relativi alla generazione di impatto sociale.

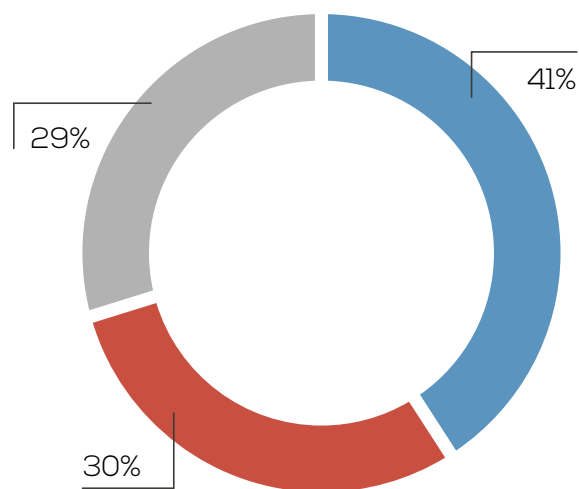
Pertanto, si è cercato di comprendere se gli operatori avessero implementato delle metodologie strutturate e personalizzate sulla base delle peculiarità dei soggetti destinatari dell'investimento.

La valutazione di tipo economico-finanziario viene effettuata dagli operatori con approcci e strumenti consolidati; mentre la valutazione dell'impatto sociale potenzialmente generabile assume delle forme semplici e meno rigorose, in cui manca l'utilizzo di vere e proprie metriche.

Difatti, laddove si classifica una valutazione dell'impatto sociale strutturata essa, corrisponde all'utilizzo di questionari o in pochi casi del metodo del Social Return on Investment (SROI). All'altro estremo, l'approccio non strutturato consiste in uno screening informale effettuato dalle reti di riferimento delle organizzazioni.

Infine, interessante è rilevare l'assenza di un sistema di screening integrato che possa rilevare entrambe le dimensioni attuando un unico processo. Le organizzazioni sono quindi valutate dal punto di vista della sostenibilità con indici economico-finanziari e separatamente dal punto di vista dell'impatto sociale potenziale delle loro attività.

7.5 MONITORAGGIO EX-POST



- Assente
- Prime sperimentazioni
- Sistemática

Come monitorate le performance dell'investimento?

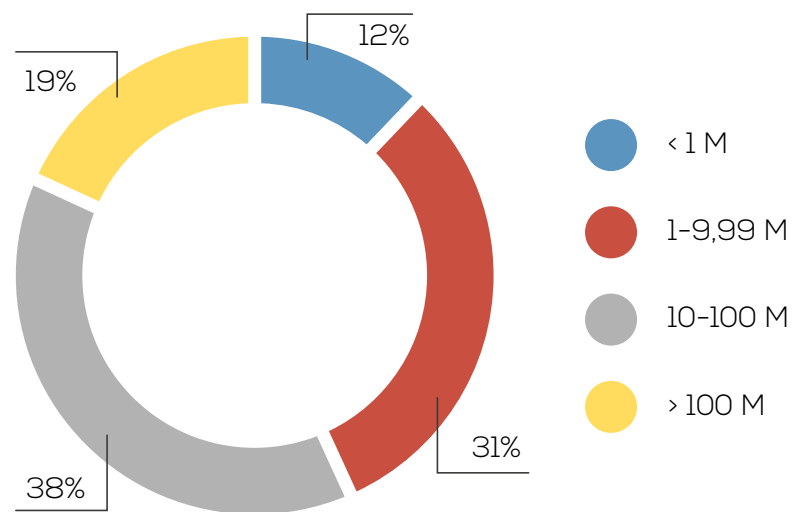
Le prime sperimentazioni di monitoraggio ex post dell'impatto sociale prodotto consistono nell'utilizzo di indicatori sintetici, come lo SROI o sistemi di metriche di performance sviluppate ad hoc dalla singola organizzazione.

Il 40% degli operatori intervistati non monitora ex post la performance sociale del proprio investimento.

Tuttavia, tutti gli intervistati sono concordi circa l'importanza di effettuare una misurazione dell'impatto sociale generato del destinatario dell'investimento ed allo stesso tempo sulla necessità di sviluppare le competenze necessarie per poter implementare questo processo.

I casi di monitoraggio sistematico dell'impatto sociale generato dall'investimento sono sporadici e gli operatori si affidano per lo più a soggetti terzi, come società di consulenza, centri di ricerca e università.

7.6 DIMENSIONE DEGLI INVESTIMENTI



Data la pluralità definitoria del termine “finanza ad impatto sociale”, per rigore metodologico non è stato possibile aggregare i dati relativi agli investimenti effettuati dai soggetti intervistati. Se il dato aggregato non fornisce alcuna utile interpretazione della dimensione del mercato, più interessante è invece guardare la dimensione dei singoli investimenti. La maggior parte degli investimenti ad impatto sociale, ovvero quasi il 70% degli operatori intervistati, si colloca nella fascia compresa tra 1 e 100 milioni di euro.

Tra questi, gli investimenti ad impatto sociale effettuati dalle fondazioni non superano i 10 milioni di euro, mentre per i fondi oscillano tra i 10 e i 100 milioni di euro.

Per gli intermediari bancari, per i quali rientrano nella definizione i servizi erogati ad imprese sociali e più in generale alle realtà del terzo settore, la scala degli impieghi supera i 100 milioni di euro. Infine, nei restanti casi, il budget allocato su questo tipo di investimenti non

Qual è il valore degli investimenti ad impatto sociale effettuati dalla vostra organizzazione?

L'eterogeneità definitoria impedisce di definire un dato aggregato circa il valore del mercato della finanza ad impatto sociale.

I soggetti più esposti, in termini di dimensioni dell'investimento, sono gli intermediari bancari.

Il trend è crescente, ma più contenuto per i soggetti più esposti agli investimenti ad impatto sociale.

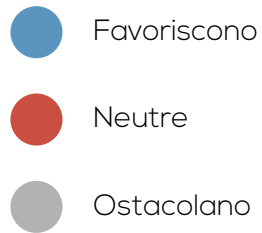
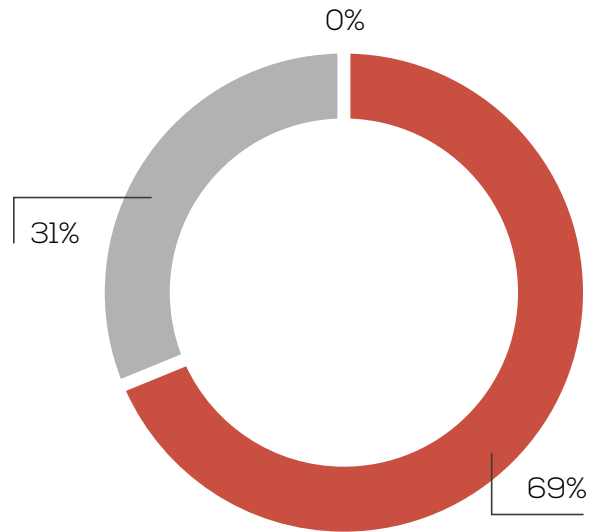
Le aspettative di rendimento sono generalmente inferiori ai rendimenti di mercato.

supera il milione di euro. Si tratta di casi in cui questa pratica è intesa più come politica di corporate social responsibility che investimento vero e proprio.

Alla domanda relativa alle attese circa i rendimenti ottenibili dai loro investimenti ad impatto sociale, le organizzazioni intervistate hanno riferito di aspettarsi rendimenti inferiori al mercato o addirittura nulli. In quest'ultimo caso, si tratta soprattutto di organizzazioni filantropiche.

Da ultimo, nella maggior parte dei casi le organizzazioni intervistate hanno riferito un trend positivo e dichiarato di voler incrementare la quota di investimenti ad impatto sociale nei prossimi due anni. Tuttavia, il trend di crescita appare più contenuto per il settore bancario rispetto ai fondi. Le organizzazioni filantropiche invece ritengono che non varieranno nel breve periodo il budget destinato a tale tipologia di investimenti.

7.7 POLICY PUBBLICHE



Come giudica l'efficacia delle policy pubbliche relative agli investimenti ad impatto sociale in Italia?

Assenza di policy specifiche.

Assenza di un quadro normativo favorevole per gli investitori ad impatto sociale.

Assenza di meccanismi premiali.

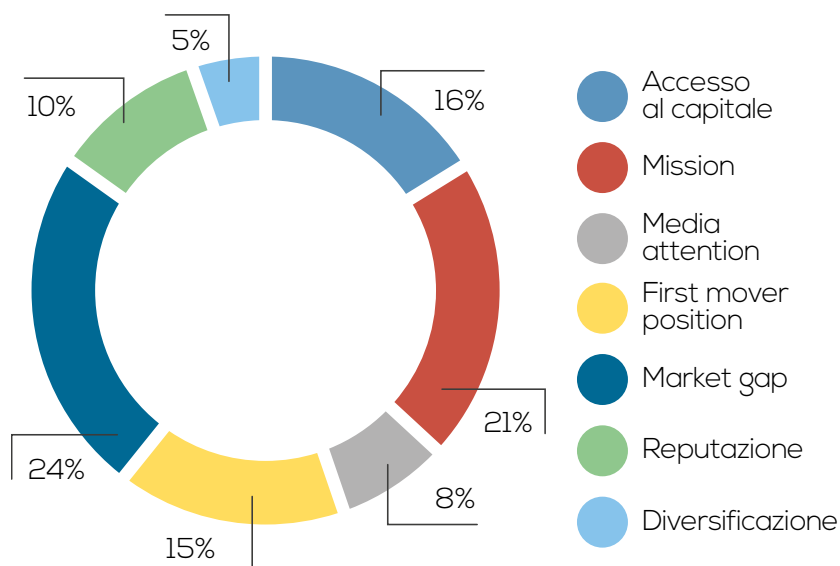
Le vigenti normative in alcuni casi ostacolano, anziché promuovere, gli investimenti ad impatto sociale.

Alla richiesta di esprimere un giudizio circa il ruolo che il policy maker sta giocando in Italia nello sviluppo di un mercato per gli investimenti ad impatto sociale, tutte le organizzazioni intervistate sono state concordi nel riferire che non esistono ad oggi delle policy pubbliche, delle norme o delle linee guida per agevolare chi voglia effettuare investimenti ad impatto sociale.

Inoltre, la vasta maggioranza dei rispondenti ha mostrato un diffuso scetticismo sul reale impatto che la riforma del terzo settore potrà avere concretamente per gli investitori.

La maggior parte, circa il 70%, delle organizzazioni intervistate ritiene che ad oggi il decisore pubblico si sia tenuto sostanzialmente neutro rispetto all'argomento. Nei restanti casi invece, il sistema vigente è ritenuto addirittura ostacolante, perché inadeguato a cogliere le nuove dinamiche di mercato e per l'assenza di incentivi premiali o incentivi.

7.8 MOTIVAZIONI



Esistono molteplici ragioni per cui le organizzazioni intervistate hanno deciso di effettuare investimenti ad impatto sociale.

Le fondazioni e gli operatori specializzati ritengono di dover effettuare questo tipo di investimenti perché è coerente con la propria mission.

Gli intermediari bancari, invece, ritengono che ci sia una domanda di servizi e prodotti pensati appositamente per le imprese sociali e le organizzazioni del terzo settore in senso lato che sarà crescente nei prossimi anni. La finanza ad impatto sociale rappresenta quindi un modo per effettuare prime sperimentazioni, costruire competenze ed acquisire vantaggio competitivo laddove le previsioni dovessero rivelarsi corrette.

Quali sono le ragioni che vi hanno spinto ad effettuare investimenti ad impatto sociale?

C'è una molteplicità di ragioni per cui le organizzazioni intervistate hanno deciso di effettuare investimenti ad impatto sociali.

Le banche rispondono ad una domanda di mercato.

Per gli operatori specializzati e le fondazioni è coerente con la propria mission.

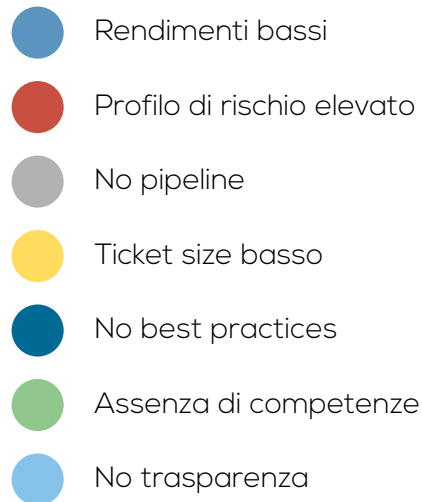
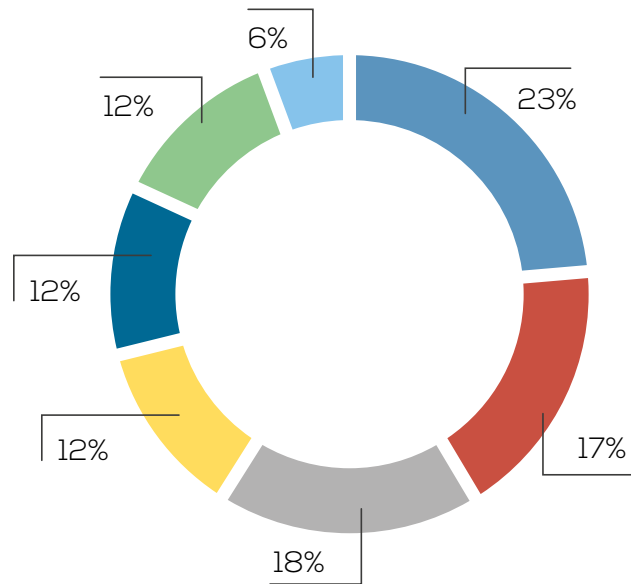
Per alcuni è una forma avanzata di corporate social responsibility.

Per i fondi, è un modo per diversificare il portfolio e rispondere ad una domanda di mercato.

Anche per i fondi e le società di gestione, l'offerta di prodotti ad impatto sociale risponde alla domanda di una porzione crescente di clientela che è sempre più sensibile al connubio tra etica e profitto. L'offerta di prodotti ad impatto sociale è considerata anche un modo per attrarre nuovi capitali. Da ultimo, è un modo per diversificare il portfolio. Gli investimenti ad impatto sociale si sono dimostrati, a detta degli intervistati, più resilienti agli shock di mercato.

Infine, nei casi in cui gli investimenti ad impatto sociale rientrano nelle attività di corporate social responsibility, questi sono motivati non solo da mere ragioni reputazionali, ma si pongono in relazione con la visione strategica e prospettica dell'impresa.

7.9 BARRIERE



Quali sono le principali difficoltà che incontrate nel fare investimenti ad impatto sociale?

Le problematiche sollevate dagli intervistati sono nell'ordine:

- Rendimenti troppo bassi
- Rischiosità
- Assenza di deals investibili
- Dimensione del deal
- Assenza di best practices
- Mancanza di competenze specifiche
- Poca trasparenza

Secondo le organizzazioni intervistate, la principale difficoltà che incontrano quando operano con gli investimenti ad impatto sociale è rappresentata dai rendimenti troppo bassi, specie se paragonati al profilo di rischio.

Per alcune organizzazioni la principale difficoltà sta nell'individuare deals investibili che siano coerenti con i principi della finanza ad impatto sociale. Tale risultato riguarda sia le società di gestione, sia le società di venture capital.

Un'ulteriore barriera allo sviluppo degli investimenti ad impatto sociale sta nel ticket size troppo bassa, specie se paragonata ai costi di transazione elevati.

L'assenza di dati storici, dati statistici e valutazione delle performances finanziarie e sociali, l'assenza di metriche comparative, rendono difficile la valutazione dell'investimento ed il confronto tra le opzioni.

La mancanza di competenze specifiche e il problema dell'asimmetria informativa e della poca trasparenza sono invece citati solo sporadicamente come barriere. È interessante notare nuovamente come, coerentemente con i risultati precedenti, l'assenza di una regolamentazione specifica non sia considerata una barriera.

CONCLUSIONI

Questo lavoro rappresenta un primo tentativo di analizzare il mercato degli investimenti ad impatto sociale italiano in modo organico e strutturato, sulla base di un approccio metodologico rigoroso.

I risultati dello studio dimostrano come il settore degli investimenti ad impatto sociale si trovi ancora in una fase fluida di innovazione *non coordinata* e stia lentamente transitando verso la *costruzione del mercato* (Monitor Institute, 2009). Ciò si manifesta nell'evidente tentativo da parte degli operatori di organizzare la propria attività in modo più strutturato, sia in termini di fonti sia di impieghi. Benché si sia ancora lontani dalla costruzione dell'infrastruttura necessaria per ridurre i costi di transazione ed attrarre gli operatori della finanza cosiddetta *mainstream*, si registra ad oggi una totale assenza di politiche a supporto di questo mercato. Altro segnale di una sostanziale immaturità è il basso livello di sofisticazione finanziaria che caratterizza ad oggi il mercato, dove gli operatori investono utilizzando strumenti tradizionali differenziati soltanto da una diversa natura dei destinatari. Inoltre, non si è ancora raggiunto un buon livello di omogeneità a livello definitorio e i confini di questo nuovo approccio all'investimento sono piuttosto vaghi.

Un tema considerato rilevante dagli operatori intervistati è quello della misurazione dell'impatto sociale prodotto dall'investimento, considerato probabilmente l'infrastruttura abilitante più urgente; tuttavia, anche su questo fronte sono stati fatti soltanto i primi passi e sarebbe necessario un lavoro di *capacity building* sia sul lato della domanda sia sul lato dell'offerta. Non sorprende quindi che la principale barriera riscontrata dagli operatori sia il profilo rischio-rendimento sfavorevole delle organizzazioni. La mancanza

di competenze di queste organizzazioni nel dimostrare il proprio impatto determina un alto livello di asimmetria informativa nel mercato e conseguentemente elevati costi di transazione.

Tuttavia, molti dei risultati di questa analisi segnalano come il mercato si stia avviando verso un periodo di transizione tumultuosa che ha come esito probabile una fase più strutturata e significativa in termini di volumi. In primo luogo, gli investitori interpellati affermano di voler mantenere o accrescere il loro impegno economico nel mercato degli investimenti ad impatto sociale nei prossimi due anni. Essi, inoltre, identificano una domanda da parte delle organizzazioni dell'economia sociale che ad oggi non ha ancora trovato risposta: il mercato degli investimenti ad impatto sociale rappresenta, quindi, un'opportunità da cogliere in termini di vantaggio competitivo nel medio-lungo periodo. Il loro coinvolgimento nel mercato degli investimenti ad impatto sociale, anche se ad oggi consiste soltanto in prime sperimentazioni o ancor più spesso in studi di fattibilità, assume un prospetticamente un significato strategico rilevante. Questo è confermato dall'impegno degli investitori nei primi tentativi di sviluppo di strumenti creati ad hoc per la misurazione ed il monitoraggio dell'impatto sociale degli investimenti.

L'istituzione del primo fondo comune di investimento che investe con una politica di impatto sociale è probabilmente l'immagine che più plasticamente rappresenta la transizione del mercato dalla fase delle buone intenzioni a quella della concretezza. Questa diversificazione rispetto all'approccio filantropico o di *venture capital* rappresenta anch'essa un passo verso una maggiore

strutturazione del mercato tramite il coinvolgimento di investitori istituzionali e della clientela *retail*.

La fotografia di sintesi che restituiscono le interviste realizzate è quella di un mercato che riconosce nella strutturazione della domanda di capitali, più che nella sofisticazione dell'offerta di capitali, il passaggio fondamentale verso la fase di maturità. L'impressione è che si riconosca l'esistenza di un'imprenditorialità sociale di nuova generazione, potenzialmente estremamente promettente in termini di opportunità di investimento ma ancora troppo poco solida dal punto di vista manageriale e in termini di sostenibilità

economica per poter rappresentare un'opportunità di investimento sufficientemente concreta e consistente. Ancora una volta, è il *capacity building* delle organizzazioni ibride la chiave di volta per la crescita del mercato.

In conclusione, si ringraziano tutte le organizzazioni che hanno preso parte all'indagine per aver condiviso la propria esperienza e la propria visione permettendoci di restituire al lettore, per la prima volta, una rappresentazione organica degli investimenti ad impatto sociale in Italia.



POLITECNICO DI MILANO

Campus Bovisa La Masa

Via Raffaele Lambruschini, 4/B

20156 - Milano

[e] tiresia-dig@polimi.it

[w] www.tiresia.polimi.it

Seguici anche su:

Facebook: [@tiresiapolimi](https://www.facebook.com/tiresiapolimi)

Twitter: [@Tiresia_Polimi](https://twitter.com/Tiresia_Polimi)