

FINANCE & ENTREPRENEURSHIP

Direttore

Simona ZAMBELLI
Università degli Studi di Firenze

Comitato scientifico

Vincenzo CAPIZZI
Università degli Studi del Piemonte Orientale "Amedeo Avogadro"

Roy CERQUETI
Sapienza – Università di Roma

Douglas CUMMING
Florida Atlantic University

Guido FIORETTI
Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

Alessandro Giovanni GRASSO
Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

Mauro MARCONI
Università degli Studi di Macerata

Anna Grazia QUARANTA
Università degli Studi di Macerata

FINANCE & ENTREPRENEURSHIP



La collana Finance & Entrepreneurship pubblica lavori di ricerca innovativi (in italiano o in inglese) su tematiche di finanza, intermediazione finanziaria e imprenditorialità. I lavori inseriti nella presente collana sono sottoposti ad una procedura di referaggio, altamente selettiva. La collana si caratterizza per un orientamento all'analisi empirica e alla ricerca applicata. Particolare attenzione è attribuita a tematiche innovative di finanza, nonché al contributo alla letteratura scientifica a livello nazionale e internazionale, al rigore metodologico, all'analisi empirica e al processo di raccolta dati sottostante. Sono esclusi dalla presente collana lavori con un taglio didattico e lavori di ricerca che non contribuiscono alla letteratura scientifica internazionale.

Classificazione Decimale Dewey:

332.6 (23.) INVESTIMENTO E INVESTIMENTI / 658.15 (23.) GESTIONE FINANZIARIA

A cura di

**Simona Zambelli
Giulio Minto e Francesca Pascale**

SOCIAL IMPACT INVESTING

Limiti e prospettive valutative

Presentazione di

Massimo Fantini

Contributi di

**Federica Bandini, Giulio Minto,
Francesca Pallara, Francesca Pascale, Gloria Valenza,
Daniela Vitale, Simona Zambelli**





©

ISBN

979-12-5994-474-0

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

PRIMA EDIZIONE

ROMA 20 LUGLIO 2023

*"Kindness in words creates confidence.
Kindness in thinking creates profoundness.
Kindness in giving creates love"*
– Lau Tzu

Indice

<i>Presentazione</i> (di Massimo Fantini).....	13
<i>Prefazione</i> (di Simona Zambelli)	15
<i>Introduzione</i> (di Simona Zambelli) <i>Venture Philanthropy e valutazione di impatto</i>	17
PARTE I: INQUADRAMENTO TEORICO	21
CAPITOLO 1 La finanza ad impatto sociale	23
<i>Federica Bandini e Francesca Pallara</i>	
1. Introduzione	23
2. Contesto	25
3. Definizioni	32
4. Attori del mercato	39
5. Le barriere del mercato	45
CAPITOLO 2 La valutazione dell'impatto sociale nel Terzo Settore: inquadramento generale	49
<i>Giulio Minto</i>	
1. Introduzione	49
2. Contesto di riferimento	50
2.1. Contesto italiano	53
3. Impatto sociale: definizioni e motivazioni	55
3.1. Molte definizioni, un unico obiettivo.....	55
3.2. Perché misurare l'impatto sociale?	58
3.3. La catena di valore dell'impatto sociale	60
3.4. La teoria del cambiamento	64

4. Le fasi della valutazione	66
5. Impatto sociale nel Terzo Settore: metodologie per la misurazione	71
5.1. Indicatori sintetici	79
5.2. Modelli basati sui processi	80
5.3. Dashboards e scorecards.....	83
5.4. Modelli controfattuali.....	84
5.5. Indicatori non categorizzabili	86
6. Conclusioni	87

CAPITOLO 3

Impact Investing e valutazione di impatto. <i>When Philanthropy meets Finance</i>	89
<i>Simona Zambelli</i>	

1. Introduzione	89
2. Impact investing, venture philanthropy e impatto sociale: sfumature concettuali, caratteristiche e attori coinvolti	91
2.1. Attori coinvolti nella venture philanthropy	96
3. Caratteristiche distintive dei finanziamenti di venture philanthropy	104
4. Il ciclo di investimento tramite la venture philanthropy.....	112
4.1. Sintesi sulle differenze fra venture philanthropy e venture capital	122
5. L'impatto sociale nella venture philanthropy: ambiti di riferimento e processo valutativo	125
5.1. Il processo di valutazione dell'impatto sociale nella venture philanthropy	131
6. Indicatori di impatto sociale nella venture philanthropy	135
6.1. Balance Scorecard	136
6.2. Key Performance Indicators (KPI)	140
6.3. Social Return on Investment (SROI)	143
7. Conclusioni.....	149

<i>Appendice (a cura di Daniela Vitale): Approfondimenti sul processo di misurazione dell'impatto sociale: differenze e sfumature tra Output, Outcome e Impact</i>	153
--	-----

**PARTE II: EVIDENZA EMPIRICA: INDICATORI
DI IMPATTO SOCIALE IN ITALIA E IN UK 167**

CAPITOLO 4

La content analysis applicata alla Venture Philanthropy 169
Simona Zambelli, Giulio Minto, Daniela Vitale

1. Introduzione	169
2. Metodologia	172
3. Campione di riferimento	177
3.1. Individuazione della popolazione teorica di riferimento	177
3.2. Individuazione della popolazione attiva nella venture philanthropy	181
4. Campione di riferimento italiano: operatori, progetti e indicatori di impatto	185
5. Campione di riferimento britannico	194
6. Conclusioni	200

CAPITOLO 5

**Obiettivi di sviluppo sostenibile e indicatori di impatto in Italia:
analisi empirica 203**
Simona Zambelli, Gloria Valenza, Francesca Pascale

1. Introduzione	203
2. Metodologia	205
2.1. Popolazione teorica di riferimento	206
2.2. Popolazione attiva in Europa	207
2.3. Popolazione attiva in Italia	209
3. Database e campione di riferimento finale	212
4. Obiettivi prefissati e Sustainable Development Goals	217
4.1. SDGs	217
4.2. SDGs applicati ai progetti di venture philanthropy	222
5. Risultati sugli indicatori di impatto utilizzati in Italia	225
6. Conclusioni	237

Appendice (a cura di Simona Zambelli): Progetti di VP in Italia 239

CAPITOLO 6**Indicatori di impatto sociale utilizzati in UK:****indagine empirica** 251*Giulio Minto*

1. Introduzione 251

2. Database finale 252

3. Definizione delle categorie di indicatori 258

4. Indicatori utilizzati nella venture philanthropy nel Regno Unito 261

4.1. Modalità di reporting dei dati 262

5. Gli indicatori utilizzati dalle organizzazioni di venture philanthropy 264

6. Gli indicatori utilizzati dalle organizzazioni a scopo sociale ... 270

7. Suggerimenti per gli operatori di VP nel Regno Unito 277

8. Conclusioni 278

Appendice 1: Campione Social Purpose Organization 282*Appendice 2: Campione Venture Philanthropy Organization* 284**Bibliografia** 285

Presentazione

di Massimo Fantini

*“Un sogno sembra un sogno fino a
quando non si comincia a lavorarci.
E allora può diventare qualcosa di
infinitamente più grande.”*

Adriano Olivetti

Il presente lavoro analizza obiettivi e risultati dei progetti finanziati con la venture philanthropy (VP), che si configura come una modalità innovativa di finanziamento degli investimenti “ad impatto”, promuovendo la crescita e l'innovazione delle imprese a missione sociale (Kovner & Lerner, 2015). Il finanziamento di VP è motivato principalmente dall'obiettivo di generare un impatto sociale positivo a beneficio della collettività, dell'ambiente e della società in generale.

Il presente lavoro contribuisce ad avanzare le conoscenze sugli indicatori di impatto applicati alla venture philanthropy. In primo luogo, fornisce una revisione sistematica della letteratura scientifica inerente la finanza a impatto sociale e la venture philanthropy, fornendo una elaborazione approfondita delle caratteristiche distintive, degli obiettivi e dei risultati principali associati agli investimenti “ad impatto”. In secondo luogo, analizza empiricamente i progetti “ad impatto sociale” finanziati dagli operatori di VP italiani e britannici negli ultimi due decenni. In assenza di dataset, organici e completi, pubblicamente disponibili sulla venture philanthropy, gli Autori hanno

provveduto a costruire due database innovativi, applicando la metodologia della content analysis (e.g., Krippendorff, 2013) per trasformare le informazioni qualitative (tratte dai siti web degli operatori di VP e dei progetti da questi finanziati) in variabili quantitative, seguendo un protocollo di codifica predefinito, guidato dalla letteratura di riferimento (e.g. Krippendorff, 2013; Beck *et al.*, 2010; Meyskens, 2009; Unerman, 2000; Neuendorf, 2002). Tale metodologia è essenziale in ogni contesto caratterizzato da assenza di dati pubblici omogenei, come quello della venture philanthropy in Europa, in quanto aiuta a raccogliere una prima serie di informazioni cruciali sull'attività degli operatori e sui progetti finanziati, che altrimenti sarebbe impossibile rintracciare.

L'analisi empirica presentata nel presente lavoro apre la strada a importanti futuri filoni di ricerca sul campo, con particolare riferimento alle metriche di valutazione dell'impatto sociale generato con la venture philanthropy, stimolando comparazioni internazionali che possano far emergere i risultati effettivamente creati con l'Impact Investing, smascherando sul nascere i fenomeni del *greenwashing*, che purtroppo esistono e stanno pericolosamente aumentando.

Dott. Massimo Fantini
*Consigliere Ufficio Legislativo
Governo Italiano*

Prefazione

di Simona Zambelli

“... *Two roads diverged in a wood,
and I took the one less traveled by,
And that has made all the difference.*”
The Road Not Taken - Robert L. Frost

La grande sfida attuale della finanza è quella di capire come coniugare obiettivi di benessere sociale e ambientale con obiettivi di sostenibilità economica e redditività finanziaria, in modo da accrescere il beneficio globale (o impatto) generato sulla collettività (*making money, more impactful*). Pare un’utopia. Eppure le attività di impact investing e venture philanthropy sono già una realtà e sono progressivamente in crescita. Le attuali sfide sociali e ambientali ci obbligano a riflettere per approfondire nuovi modelli economico-finanziari e di business che possano essere in grado di contribuire al miglioramento delle condizioni di vita e benessere della società.

È possibile fare in modo che gli investimenti realizzati non siano più solo finalizzati alla redditività finanziaria verso chi li ha posti in essere, ma siano in grado di “andare oltre” e creare un impatto positivo per la società? La “finanza ad impatto” può essere la risposta e, in tale prospettiva, diventa essenziale capire come si può valutare e misurare l’impatto generato (obiettivo del presente lavoro). Nel suo complesso, il volume intende contribuire alla letteratura della finanza a impatto sociale (e.g., Bonaga *et al.*, 2023; Liang *et al.*, 2022; Islam,

2022; Ruff *et al.*, 2022; Kumar *et al.*, 2022; Scarlata *et al.*, 2021; Barber *et al.*, 2021; Block *et al.*, 2021; Geczy *et al.*, 2021; Bengo *et al.*, 2021; García-Jurado & Pérez-Barea, 2021; Andrikopoulos, 2020; Leborgne-Bonassié *et al.*, 2019; Zamagni *et al.*, 2015; Zambelli, 2015), avanzando le conoscenze sugli indicatori di impatto applicati o applicabili nella venture philanthropy.

Desidero ringraziare di cuore coloro che mi hanno ispirata e motivata ad esplorare il tema della finanza ad impatto sociale (Douglas Cumming, Giorgio Italo Minguzzi e Michael Plummer) e coloro che mi hanno supportata in tutte le fasi di svolgimento del presente lavoro, in particolare: Lorenzo Gai, Lorenzo Di Giulio Cesare, Giorgio Simoni, Anthony Parson, Penny Dowedoff, Ida Ferrara, Alessia Bruni, Matteo Lippi Bruni, Massimo Fantini, Carlo Corrier, Daniela Sita, Rita Sordi, Gloria Valenza e Francesca Pascale. Ringrazio anche Flavio Delbono, Stefano Zamagni e Carlo Scarpa, per avermi offerto, tramite i loro studi, utili spunti di riflessione e metodi di analisi per approfondire il contesto della venture philanthropy.

Un ringraziamento particolare ai miei cari studenti del corso di Private Equity Risk Management dell'Università di Firenze e ai tesisti, continua fonte di ispirazione, ai miei genitori, a Sabrina Marchiani, nonché al Prof. Avv. Italo Minguzzi che ha sempre dimostrato, sin dai tempi della tesi di laurea, stima, rispetto e piena fiducia nei miei confronti, diventando il mio punto di riferimento, aiutandomi a non farmi smettere mai di “*alzare gli occhi al cielo e guardare l'orizzonte*”, al quale desidero dedicare con grande ammirazione, affetto e riconoscenza il presente lavoro.

La nostra forza dipende anche dall'ambiente in cui viviamo e dalle persone che incontriamo. Sicuramente l'aver incontrato nel mio percorso persone eccezionali, da un punto di vista professionale e anche e soprattutto umano, collaborative e capaci di condividere le loro conoscenze e passioni, come Italo Minguzzi e Douglas Cumming, ha stimolato in me la voglia di continuare a donare e di donarmi con gioia.

Grazie di cuore,
Simona

Introduzione

Venture Philanthropy e valutazione di impatto

Simona Zambelli

L'obiettivo principale del presente lavoro è quello di approfondire, teoricamente ed empiricamente, una tematica alquanto dibattuta e innovativa all'interno del panorama finanziario dell'economia sociale, ovvero sia la valutazione dell'impatto complessivamente generato dai finanziamenti di venture philanthropy (VP).

La venture philanthropy può essere definita come un innovativo modello di finanziamento nel capitale di rischio delle imprese sociali, orientato a supportare lo sviluppo e la crescita di progetti imprenditoriali innovativi, finalizzati a generare un impatto positivo per la comunità (Scarlata *et al.*, 2021; Calderini *et al.*, 2018; EVPA, 2018a,b; Hehenberger *et al.*, 2015; Scarlata & Alemany, 2010 a,b; Gianoncelli & Boiardi, 2017; Bengo *et al.*, 2016; Calderini *et al.*, 2018; Zambelli, 2015; Perrini & Vurro, 2010).¹ Come evidenziato nei

¹ Per approfondimenti sulla letteratura e sulle caratteristiche peculiari dei finanziamenti di venture philanthropy, si rinvia al capitolo 3. Si rinvia anche a: Liang *et al.* (2022); Kumar *et al.* (2022); Scarlata *et al.* (2021); Barber *et al.* (2021); Islam (2022); Ruff *et al.* (2022); Block *et al.* (2021); Geczy *et al.* (2021); Bengo *et al.* (2021); García-Jurado & Pérez-Barea (2021); Andrikopoulos (2020); Leborgne-

capitoli 3 e 5 del presente lavoro, gli investimenti di venture philanthropy possono generare diversi benefici per la collettività nel suo complesso, promuovendo anche le condizioni di benessere e la crescita economica di un Paese (Kovner & Lerner, 2015).

La venture philanthropy è nata negli Stati Uniti nella seconda metà degli anni '90 e successivamente si è sviluppata con connotazioni diverse in Europa, contribuendo a supportare la crescita e lo sviluppo delle imprese a missione sociale (Zambelli, 2015; Buckland *et al.*, 2013; Grossman *et al.*, 2013; Scarlata & Alemany, 2008; 2010a,b; 2012; Brookes *et al.*, 2011; Moran, 2009; Caster, 2008; Edelson, 2004). La successiva crisi finanziaria internazionale del 2007-08 ha contribuito ad accelerare lo sviluppo dei finanziamenti di venture philanthropy, al fine di ricercare alternative di investimento socialmente più responsabili (Liang *et al.*, 2022; Kumar *et al.*, 2022). In Italia, le opportunità di finanziamento offerte alle imprese a missione sociale sono state oggetto di un intenso dibattito legislativo, iniziato nel 2015 con il disegno di legge (D.D.L. S. 1870) e sfociato nella pubblicazione del testo di riforma del Terzo Settore (Legge delega 106/2016), in cui si è provveduto a riqualificare in modo più esteso la categoria delle imprese sociali, ampliandone le opportunità di finanziamento attraverso il ricorso alla venture philanthropy (D.Lgs. 112/2017, successivamente integrato dal D.Lgs. n. 95 del 20 luglio 2018).²

Bonassi *et al.* (2019); Hochstädter (2017); Bengo *et al.* (2021); Zambelli (2015). Si rinvia anche a: Cumming & Johan (2007); Martin (2007); Scarlata *et al.* (2011, 2012); Alemany & Scarlata (2009); Scarlata & Alemany (2008, 2010a,b); Buckland *et al.* (2013); Hehenberger *et al.* (2014); Gordon (2014); Kovner & Lerner (2015).

² La riforma del Terzo Settore trae le sue origini dal DDL S. 1870/2015, sfociato nella Legge delega 106/2016, da cui sono emersi due decreti legislativi: (a) Dlgs 117/2017, che introduce il Codice del Terzo Settore, poi corretto con D.Lgs. 105/2018; (b) D.Lgs. 112/2017, decreto sulla revisione dell'impresa sociale, successivamente integrato dal D. Lgs. n. 95 del 20 luglio 2018.

Il testo della legge 106/2016 è disponibile al seguente link: https://www.cliclavoro.gov.it/Normative/Legge_6_giugno_2016_n106.pdf. Il testo del D. Lgs. 95/2018 è disponibile al seguente link: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2018/08/10/18G00120/sg>; Per informazioni sulla normativa di riferimento e sulle varie modifiche attuate, si rinvia al link web:

Come evidenziato in Zambelli (2015), nella venture philanthropy, l'investitore (venture philanthropist, o VPs) si qualifica come un operatore economico motivato ad investire risorse, finanziarie e non finanziarie, in imprese o in progetti sociali idonei a produrre benefici a vantaggio dell'intera collettività, nella speranza di generare un impatto sociale (Frank, 2012). Numerosi studi dimostrano che è proprio la doppia natura "finanziaria/non finanziaria" del contributo offerto dal venture philanthropist a permettere all'impresa target finanziata di massimizzare l'impatto sociale che essa si prefigge di generare (Ingstad *et al.*, 2015; Meyskens & Auch, 2014; Achleitner *et al.*, 2014; Bruno *et al.*, 2014³).

La creazione di un impatto positivo per la società diventa pertanto la motivazione principale di chi opera all'interno della venture philanthropy, in aggiunta all'obiettivo di raggiungimento di un rendimento finanziario (e.g.: Bonaga *et al.*, 2023; Achleitner *et al.*, 2014; Hehenberger *et al.*, 2014; Hehenberger & Boiardi, 2014; Emerson, 2003). In tale ambito, la valutazione dell'impatto sociale è finalizzata a misurare, da un punto di vista qualitativo e quantitativo, il valore aggiunto per la collettività derivato dai progetti finanziati. Tale valore aggiunto può esprimersi, per esempio, in termini di miglioramento della qualità della vita o delle condizioni di salute e benessere degli utenti finali (GECES, 2015; Social Impact Investment Task Force, 2014; Bengo *et al.*, 2016; Bonaga, 2017; Calderini *et al.*, 2018; Emerson, 2003; OECD, 2015a; Schorr, 2012; Social Impact Investment Task Force, 2014; Zamagni *et al.*, 2015).

La valutazione dell'impatto sociale rappresenta una fase cruciale nell'ambito degli investimenti di venture philanthropy ed è finalizzata a misurare tutti gli effetti (o impatti) che possono scaturire nel breve, nel medio e nel lungo periodo, sugli utenti finali e sulla comunità di riferimento. Tale valutazione può essere utile non solo come strumento di rendicontazione (accountability) verso l'esterno dei

http://www.forumterzosettore.it/files/2019/03/prospetto-RIFORMA-DEL-TERZO-SETTORE-12_marzo2019.pdf;

<http://www.cantiereterzosettore.it/riforma/ets-enti-del-terzo-settore/risorse-finanziarie-pubbliche-per-il-terzo-settore#>.

³ Si veda anche lo studio di Kim & Lee (2014) per approfondimenti sull'importanza del networking nella venture philanthropy.

risultati generati, ma anche come strumento di controllo interno, per valutare lo stato di avanzamento dei progetti e apportare le opportune modifiche per massimizzare l'impatto prefissato (Hehenberger *et al.*, 2015).

Per la valutazione dell'impatto sociale è cruciale individuare opportune metriche di misurazione capaci di esprimere in maniera sintetica ed esaustiva i vari risultati raggiunti dai progetti finanziati. A tal fine, è importante creare specifici indicatori di impatto in grado di riassumere, in modo qualitativo e quantitativo, i benefici (sociali e ambientali) generati sulla collettività (Rawhouser *et al.*, 2017; Zamagni *et al.*, 2015). L'individuazione di tali metriche è l'obiettivo principale del presente lavoro.

Il presente lavoro risulta strutturato in due parti.

Nella prima parte, forniamo un inquadramento generale sulla finanza a impatto sociale (capitolo 1) e sul Terzo Settore (capitolo 2), per poi concentrare la nostra attenzione sulle caratteristiche distintive della venture philanthropy e degli investimenti "ad impatto", o impact investing (capitolo 3).

Nella seconda parte, descriviamo la metodologia di "content analysis" che può essere utile a reperire informazioni dettagliate sui progetti di impact investing (capitolo 4), per poi passare alla discussione dei risultati sugli obiettivi e indicatori di impatto utilizzati nell'ambito della venture philanthropy in Italia (capitolo 5) e nel Regno Unito (capitolo 6). Le analisi empiriche presentate nei capitoli 5 e 6 fanno riferimento a due database innovativi (italiano e britannico), raccolti attraverso l'applicazione della metodologia di "content analysis". In particolare, nel capitolo 5 concentreremo la nostra attenzione sui progetti finanziati dagli operatori di VP attivi in Italia, dal 2003 al 2022, comparando gli obiettivi di sviluppo sostenibile (Sustainable Development Goals o SDGs) con i risultati di impatto sociale e ambientale generati. Nel capitolo 6, invece, analizzeremo i risultati di impatto relativi ad un campione di progetti finanziati dagli operatori di VP attivi in UK.