



UNIVERSITÀ DI PARMA

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PARMA

DOTTORATO DI RICERCA IN
" *Ingegneria Industriale* "

CICLO XXXVIII

Titolo:

LA GESTIONE INTEGRATA DEL RISCHIO NEL SOCIAL/IMPACT VENTURE CAPITAL.
UN'ANALISI STRUTTURALE DEI PROCESSI DECISIONALI BASATA SUL FRAMEWORK
ISM-MICMAC

Coordinatore:

Chiar.mo Prof. Alessandro Tasora

Tutore:

Chiar.ma Prof.ssa Barbara Bigliardi

Dottorando: Emilio Gianatti

Anni Accademici 2022/2023 – 2024/2025



Finanziato
dall'Unione europea
NextGenerationEU



Ministero
dell'Università
e della Ricerca



Italiadomani
PIANO NAZIONALE
DI RIPRESA E RESILIENZA



UNIVERSITÀ
DI PARMA



Ecosystem for Sustainable Transition in Emilia-Romagna (Ecosister)

Ente finanziatore: progetto finanziato dall'Unione Europea - NextGenerationEU – Piano Nazionale Ripresa e Resilienza (PNRR) - Missione 4 Componente 2 Investimento 1.5 – Avviso N. 3277 del 30/12/2021 del Ministero dell'Università e della Ricerca;

Dati di progetto: protocollo dell'istanza ECS00000033, decreto di concessione del finanziamento n. 1052 del 23/06/2022, CUP D93C22000460001, "Ecosystem for Sustainable Transition in Emilia-Romagna" (Ecosister)

Funder: Project funded under the National Recovery and Resilience Plan (NRRP), Mission 4 Component 2 Investment 1.5 - Call for tender No. 3277 of 30/12/2021 of Italian Ministry of University and Research funded by the European Union – NextGenerationEU

Award Number: Project code ECS00000033, Concession Decree No. 1052 of 23/06/2022 adopted by the Italian Ministry of University and Research, CUP D93C22000460001, "Ecosystem for Sustainable Transition in Emilia Romagna" (Ecosister)

<u>INTRODUZIONE</u>	<u>7</u>
<u>CAPITOLO 1: IL SOCIAL/IMPACT VENTURE CAPITAL NELL'ECOSISTEMA DELL'IMPACT INVESTING: STRUTTURA, ATTORI E PROCESSI</u>	<u>11</u>
1.1 IL SOCIAL/IMPACT VENTURE CAPITAL DENTRO L'ECOSISTEMA DELL'IMPACT INVESTING	11
1.2 IMPACT INVESTING VS ESG/SRI	11
1.3 SOCIAL/IMPACT VENTURE CAPITAL (SIVC)	12
1.4 DIMENSIONI DI MERCATO DELL'IMPACT INVESTING	13
1.5 DIMENSIONI DI MERCATO DELL'EQUITY IMPACT INVESTING	13
1.6 ATTORI E ARCHITETTURA DEL SETTORE (FINANZIATORI, GESTORI, INTERMEDIARI, IMPRESE)	14
1.7 IL PROCESSO DI INVESTIMENTO: DAL SOURCING ALL'EXIT	16
1.8 DIFFERENZE RISPETTO AL VENTURE CAPITAL TRADIZIONALE	21
<u>CAPITOLO 2: IL RISCHIO NEL VENTURE CAPITAL SOCIALE. GIUSTIFICAZIONE E RAZIONALE DELLA RICERCA</u>	<u>23</u>
2.1 TASSONOMIE DI RISCHIO: RISCHI FINANZIARI, D'IMPATTO ED ESG	24
2.2 IMPACT MEASUREMENT VS IMPACT RISK: LIMITI, IMPATTO NEGATIVO E IMPACT WASHING	26
2.3 APPROCCI ALLA PRIORITIZZAZIONE DEI RISCHI: CHECKLIST E SCORING VS MODELLI STRUTTURALI	28
2.4 IBRIDAZIONE E INTERDIPENDENZA COME CARATTERISTICHE INTRINSECHE DEL RISCHIO NEL VENTURE CAPITAL SOCIALE	30
<u>CAPITOLO 3: GAP DI LETTERATURA, RAZIONALE E IPOTESI DELLA RICERCA</u>	<u>34</u>
3.1 POSIZIONAMENTO TEORICO DELLO STUDIO	34
3.2 GAP DI LETTERATURA E SPAZIO DI RICERCA: VERSO UN APPROCCIO STRUTTURALE AL RISCHIO	35
3.3 OBIETTIVI, RESEARCH QUESTIONS E IPOTESI	39
3.4 CONTRIBUTI ATTESI	42
<u>PARTE I — METODOLOGIA E RISULTATI</u>	<u>45</u>
<u>CAPITOLO 4 — POSIZIONAMENTO EPISTEMOLOGICO E DISEGNO DELLA RICERCA</u>	<u>46</u>
4.1 POSIZIONAMENTO EPISTEMOLOGICO E LOGICA DELLA RICERCA	47
4.2 DISEGNO DELLA RICERCA	48
4.3 FONTI DEI DATI	49
4.4 STRATEGIA DI ELICITATION DEGLI ESPERTI	53
4.5 SCELTE METODOLOGICHE: ISM-MICMAC ED ESTENSIONE FUZZY	55
<u>CAPITOLO 5 — APPLICAZIONE DELLA METODOLOGIA ISM-MICMAC E RISULTATI OTTENUTI</u>	<u>59</u>

5.1	LOGICA SEQUENZIALE DEL PERCORSO METODOLOGICO DI RICERCA	59
5.2	IDENTIFICAZIONE E VALIDAZIONE DELL'ELENCO DEI RISCHI (LONG LIST)	61
5.3	CLASSIFICAZIONE CONCETTUALE PRELIMINARE DEI RISCHI	66
5.4	LA COSTRUZIONE DELLA SHORT LIST DEI RISCHI	68
5.5	COSTRUZIONE DELLA STRUCTURAL SELF-INTERACTION MATRIX (SSIM)	71
5.6	VERIFICA DI COERENZA LOGICA TRA CLASSIFICAZIONE PRELIMINARE, SHORT LIST E SSIM	73
5.7	COSTRUZIONE DELLA MATRICE DI RAGGIUNGIBILITÀ E APPLICAZIONE DELLA TRANSITIVITÀ	74
5.8	INTERPRETAZIONE DELLE PRINCIPALI RELAZIONI TRANSITIVE	77
5.9	LIVELLIZZAZIONE ISM E INTERPRETAZIONE STRUTTURALE DEI RISCHI	81
5.10	I LIVELLI ISM COME CLUSTER DI RISCHI	81
5.11	COSTRUZIONE DEL DIGRAFO ISM E RIMOZIONE DELLA TRANSITIVITÀ	85
5.12	ANALISI MICMAC STANDARD	89
5.13	COERENZA E COMPLEMENTARITÀ TRA RISULTATI ISM E MICMAC	92
5.14	ESTENSIONE FUZZY DELLA MICMAC	94
5.15	COLLEGAMENTO TRA MICMAC FUZZY E BLOCCHI INTERPRETATIVI	106
5.16	CONFRONTO TRA MICMAC STANDARD E MICMAC FUZZY	107
5.17	CONCLUSIONI	108

PARTE II — DISCUSSIONE E IMPLICAZIONI MANAGERIALI E ORGANIZZATIVE 109

CAPITOLO 6 — DISCUSSIONE DEI FINDINGS E VERIFICA DELLE IPOTESI: IL RISCHIO COME ARCHITETTURA GESTIONALE 110

6.1	COSA INTENDIAMO PER "FINDINGS"	110
6.2	RISPOSTA ALLA RESEARCH QUESTION 1	111
6.3	RISPOSTA ALLA RESEARCH QUESTION 2	112
6.4	RISPOSTA ALLA RESEARCH QUESTION 3	113
6.5	RISPOSTA ALLA RESEARCH QUESTION 4	114
6.6	CONFERMA DELLE IPOTESI H1–H4	115
6.7	POSIZIONAMENTO RISPETTO AL GAP DI LETTERATURA	117

CAPITOLO 7 — IMPLICAZIONI MANAGERIALI E DI POLICY: COME SI GOVERNA UN SISTEMA DI RISCHIO INTEGRATO FINANZA–IMPATTO–ESG 120

7.1	PERCHÉ I TRADE-OFF NON SONO "VINCOLI NATURALI": QUANDO NASCONO E PERCHÉ (LETTURA DAL MODELLO)	121
7.2	DOVE IL SISTEMA VA SOTTO STRESS: CONDIZIONI DI CONTESTO E PUNTI DI ROTTURA TIPICI	122
7.3	DALLA MAPPA DEI RISCHI ALLA GOVERNANCE: RUOLI, PROCESSI, ACCOUNTABILITY (CHI DECIDE COSA, QUANDO, CON QUALI EVIDENZE)	123
7.4	SEQUENCING DEGLI INTERVENTI: COSA SI FA PRIMA E COSA DOPO (PREVENZIONE VS REAZIONE)	125
7.5	IMPLICAZIONI PER QUADRANTI MICMAC: COSA CAMBIA NELLA GESTIONE SE UN RISCHIO È DRIVER O DEPENDENT	126
7.6	INTEGRAZIONE NEL PROCESSO DI INVESTIMENTO	127
7.7	KPI E SEGNALI DI EARLY WARNING	128
7.8	TOOLKIT OPERATIVO: CHECKLIST, SCORECARD, DASHBOARD COLLEGATE A DECISIONI REALI	130
7.9	IMPLICAZIONI DI POLICY	132

CAPITOLO 8 — DAL MODELLO ISM-MICMAC ALLA RIPROGETTAZIONE ORGANIZZATIVA E GESTIONALE: IL CASO AIIMPACT	140
8.1 IL CASO AIIMPACT: ORIGINE, STRUTTURA E CARATTERISTICHE ESSENZIALI DEL VEICOLO	141
8.2 IL PUNTO DI PARTENZA: L'ASSETTO DECISIONALE "AS IS" DI AIIMPACT	142
8.3 COSA IL FRAMEWORK ISM-MICMAC RENDE VISIBILE NELL'ASSETTO "AS IS": DISALLINEAMENTI TRA ARCHITETTURA DEL RISCHIO E ARCHITETTURA DECISIONALE	148
8.4 DUE DECISIONI DIFFICILI RICORRENTI (CASI-TIPO) NELL'ASSETTO "AS IS"	149
8.5 RIDISEGNO DEL PROCESSO DI INVESTIMENTO "TO BE" DI AIIMPACT	150
8.6 MECCANISMI DI ESCALATION E FLUSSI INFORMATIVI NEL CICLO DI INVESTIMENTO	151
8.7 RUOLI DI GOVERNANCE E ARTEFATTI DECISIONALI NEL MODELLO "TO BE"	152
CAPITOLO 9 — CONTRIBUTO DELLA RICERCA, LIMITAZIONI E AGENDA	157
9.1 CONTRIBUTI PRINCIPALI DELLA RICERCA	157
9.2 LIMITI DELLA RICERCA	159
9.3 AGENDA DI RICERCA FUTURA	163
CONCLUSIONI	166
REFERENCES	168



Finanziato
dall'Unione europea
NextGenerationEU



Ministero
dell'Università
e della Ricerca



Italiadomani
PIANO NAZIONALE
DI RIPRESA E RESILIENZA



UNIVERSITÀ
DI PARMA



Ecosystem for Sustainable Transition in Emilia-Romagna (Ecosister)

Ente finanziatore: progetto finanziato dall'Unione Europea - NextGenerationEU – Piano Nazionale Ripresa e Resilienza (PNRR) - Missione 4 Componente 2 Investimento 1.5 – Avviso N. 3277 del 30/12/2021 del Ministero dell'Università e della Ricerca;

Dati di progetto: protocollo dell'istanza ECS00000033, decreto di concessione del finanziamento n. 1052 del 23/06/2022, CUP D93C22000460001, "Ecosystem for Sustainable Transition in Emilia-Romagna" (Ecosister)

Funder: Project funded under the National Recovery and Resilience Plan (NRRP), Mission 4 Component 2 Investment 1.5 - Call for tender No. 3277 of 30/12/2021 of Italian Ministry of University and Research funded by the European Union – NextGenerationEU

Award Number: Project code ECS00000033, Concession Decree No. 1052 of 23/06/2022 adopted by the Italian Ministry of University and Research, CUP D93C22000460001, "Ecosystem for Sustainable Transition in Emilia Romagna" (Ecosister)

Introduzione

Negli ultimi due decenni, la crescente attenzione verso modelli di sviluppo sostenibile ha favorito l'emergere di forme di investimento che mirano a integrare la creazione di valore economico con finalità sociali e ambientali. In questo contesto, il social/impact venture capital si è progressivamente affermato come una modalità di investimento in capitale di rischio orientata al sostegno di imprese giovani o in crescita che perseguono in modo intenzionale la generazione di impatti positivi misurabili, operando al contempo secondo le logiche proprie dei mercati privati.

A differenza della filantropia e delle pratiche di finanza sostenibile di tipo prevalentemente allocativo, il venture capital sociale interviene direttamente nei processi di crescita delle imprese, assumendo rischi imprenditoriali e partecipando alle decisioni strategiche, di governance e di allocazione delle risorse. Questa collocazione rende tali investimenti particolarmente rilevanti per la diffusione di modelli di business innovativi e potenzialmente trasformativi, ma introduce anche una complessità decisionale che non trova una piena corrispondenza nei modelli tradizionali di valutazione e gestione degli investimenti.

Tale complessità emerge con particolare evidenza quando si considera il rischio. Nei contesti di venture capital tradizionale, il rischio è tipicamente associato all'incertezza tecnologica, di mercato ed esecutiva, nonché alla probabilità di perdita finanziaria o di mancata exit. Nel venture capital sociale, queste dimensioni si intrecciano con ulteriori forme di incertezza legate alla produzione e alla misurazione dell'impatto, alla conformità ESG e alla legittimazione reputazionale delle scelte di investimento. Il rischio non riguarda quindi soltanto la performance economica, ma anche la possibilità che l'impatto atteso non si realizzi, si realizzi in misura inferiore alle aspettative o produca effetti indesiderati per persone e ambiente.

Nonostante il riconoscimento diffuso di questa natura ibrida, la letteratura esistente tende a trattare il rischio nel social/impact venture capital in modo frammentato. I contributi di finanza empirica analizzano prevalentemente il profilo rischio-rendimento dei fondi; gli studi sulla misurazione dell'impatto si concentrano su metriche, indicatori e problemi di materialità; la letteratura critica mette in luce fenomeni di decoupling, impact washing e tensioni reputazionali. Resta tuttavia limitata la comprensione di come questi rischi interagiscano tra loro e di come le decisioni assunte nelle diverse fasi del processo di investimento contribuiscano a generare esiti congiunti nel tempo.

Questa lacuna ha implicazioni dirette sul piano gestionale. Nei fondi di venture capital sociale, infatti, le decisioni prese a monte, nella definizione della strategia di investimento, nella selezione delle imprese target, nella strutturazione delle operazioni e nella progettazione dei sistemi di misurazione e reporting, tendono a propagare i loro effetti lungo l'intero ciclo di investimento. Underperformance finanziaria, difficoltà nel raggiungimento degli obiettivi di impatto e perdita di legittimazione presso investitori, beneficiari e regolatori raramente si manifestano come eventi isolati; più spesso, rappresentano esiti concatenati di uno stesso assetto decisionale.

Alla luce di queste considerazioni, la presente tesi propone di interpretare il rischio nel social/impact venture capital non come un insieme di categorie indipendenti, ma come una

architettura decisionale interdipendente, che prende forma attraverso scelte organizzative, contrattuali e gestionali e che si manifesta lungo l'intero processo di investimento. L'obiettivo non è soltanto identificare i rischi rilevanti, ma comprendere quali rischi guidino il sistema, quali ne trasmettano gli effetti e quali emergano prevalentemente come esiti, mettendo in evidenza le catene decisionali che collegano le diverse fasi del ciclo di investimento.

Per perseguire questo obiettivo, la tesi adotta un approccio strutturale basato sulle metodologie Interpretive Structural Modeling (ISM) e MICMAC, integrate da un'estensione fuzzy. Attraverso un processo di elicitation di esperti attivi nel venture capital sociale e nell'impact investing, il modello consente di rendere esplicite le relazioni causali tra i rischi e di ricostruire la struttura complessiva del sistema. La modellizzazione, tuttavia, non rappresenta un fine in sé, ma uno strumento analitico volto a rendere il rischio leggibile, interpretabile e governabile.

In questo senso, un elemento qualificante e centrale della tesi è rappresentato dalla Parte II, dedicata alla discussione dei risultati e alle implicazioni manageriali, organizzative e di policy. In questa parte, il rischio viene esplicitamente interpretato come il risultato delle scelte di governance, dei ruoli decisionali, dei processi e degli artefatti organizzativi adottati dai fondi di venture capital sociale. I risultati del modello strutturale vengono utilizzati per mostrare come specifici rischi operino come driver sistemici, come altri fungano da meccanismi di trasmissione e perché alcuni esiti, finanziari, di impatto e reputazionali, tendano a manifestarsi congiuntamente.

La Parte II traduce quindi l'analisi strutturale in indicazioni operative concrete: come progettare assetti decisionali coerenti con la natura integrata del rischio; come sequenziare gli interventi lungo il ciclo di investimento distinguendo tra prevenzione e reazione; come integrare in modo effettivo dimensione finanziaria, impatto ed ESG nei processi di origination, due diligence, monitoring ed exit; e come utilizzare KPI e segnali di early warning non come meri strumenti di reporting, ma come supporti reali alle decisioni. In questa prospettiva, il rischio non è trattato come un vincolo inevitabile o come un problema da mitigare ex post, ma come una leva di progettazione gestionale.

Infine, attraverso l'applicazione del framework al caso del fondo alimpact, la tesi mostra come una lettura strutturale del rischio possa supportare la riprogettazione dei processi decisionali e organizzativi, contribuendo a ridurre il rischio di fallimenti congiunti e a rafforzare la sostenibilità e la credibilità di lungo periodo degli investimenti equity-based a impatto. La tesi si colloca così all'intersezione tra analisi teorica e pratica gestionale, offrendo un contributo sia al dibattito accademico sul venture capital sociale sia alla definizione di strumenti operativi per il governo di sistemi di rischio complessi.

La tesi è organizzata secondo un percorso logico e progressivo che accompagna il lettore dalla ricostruzione concettuale e istituzionale del social/impact venture capital alla modellizzazione strutturale del rischio, fino alla discussione delle implicazioni manageriali, organizzative e di policy. La struttura complessiva riflette l'obiettivo centrale della ricerca: analizzare il rischio nel venture capital sociale non come un insieme di categorie isolate o di adempimenti informativi, ma come una architettura decisionale interdipendente, che si manifesta lungo l'intero ciclo di investimento.

Il capitolo 1 ricostruisce il posizionamento del social/impact venture capital all'interno dell'ecosistema dell'impact investing. Il capitolo chiarisce le principali definizioni operative, distingue l'impact investing da approcci affini come ESG e SRI, analizza le dimensioni di mercato dell'impact investing e degli investimenti equity-based a impatto, descrive gli attori coinvolti e l'architettura del settore, e ricostruisce il processo di investimento dal sourcing all'exit. Il capitolo si conclude con un confronto sistematico tra venture capital tradizionale e venture capital sociale, ponendo le basi concettuali per l'analisi del rischio sviluppata nei capitoli successivi.

Il capitolo 2 è dedicato al tema del rischio nel venture capital sociale e svolge una funzione di giustificazione e razionale della ricerca. Il capitolo analizza le principali tassonomie di rischio rilevanti per gli investimenti equity-based a impatto, distinguendo tra rischi finanziari, rischi di impatto ed ESG, e approfondisce il rapporto tra misurazione dell'impatto e rischio di impatto, includendo i temi dell'impatto negativo e dell'impact washing. Successivamente, il capitolo confronta approcci tradizionali alla gestione del rischio, basati su checklist e scoring, con approcci strutturali, evidenziandone limiti e potenzialità. La sezione conclusiva del capitolo introduce il concetto di ibridazione e interdipendenza come caratteristiche intrinseche del rischio nel venture capital sociale, preparando il terreno per la formalizzazione del gap di letteratura.

Il capitolo 3 individua in modo esplicito il gap di letteratura e definisce lo spazio di ricerca della tesi. In questo capitolo viene motivata la necessità di un approccio strutturale al rischio, vengono formulati gli obiettivi della ricerca, le research questions e le ipotesi, e vengono chiariti i contributi attesi sul piano teorico, metodologico e applicativo. Il capitolo funge da snodo concettuale tra la parte teorica iniziale e la parte metodologica ed empirica della tesi.

La Parte I della tesi è dedicata alla metodologia e ai risultati. In particolare, il capitolo 4 illustra il posizionamento epistemologico della ricerca e il disegno metodologico adottato. Il capitolo descrive le fonti dei dati, la strategia di elicitation degli esperti e le scelte metodologiche chiave, con un focus approfondito sull'utilizzo delle metodologie ISM-MICMAC e sulla loro estensione fuzzy. Il capitolo 5 presenta i risultati dell'analisi strutturale: vengono illustrate la costruzione della SSIM, la matrice di raggiungibilità, la livellizzazione ISM, l'analisi MICMAC standard e fuzzy e il confronto tra i risultati ottenuti. I risultati sono interpretati come strutture sistemiche di rischio, più che come evidenze descrittive isolate. La Parte II è dedicata alla discussione dei risultati e alle implicazioni manageriali e organizzative. Il capitolo 6 discute i findings alla luce delle research questions e delle ipotesi formulate, interpreta il rischio come architettura gestionale e sviluppa in modo sistematico le implicazioni per la governance, i processi decisionali, il sequencing degli interventi, l'integrazione nel ciclo di investimento e le implicazioni di policy. Il capitolo traduce i risultati del modello in indicazioni operative per la gestione di un sistema di rischio integrato finanza-impatto-ESG. Il capitolo 7 traduce i risultati del modello in indicazioni operative e di policy, mostrando come governare in modo integrato i rischi finanziari, di impatto ed ESG attraverso ruoli chiari, processi decisionali coerenti, priorità di intervento, segnali di allerta e strumenti di supporto collegati alle diverse fasi del processo di investimento. Il capitolo 8 applica il framework sviluppato al caso del fondo alimpact. Il

capitolo utilizza il caso come contesto applicativo per mostrare come l'architettura del rischio emerga nelle decisioni reali e negli assetti organizzativi. Attraverso il confronto tra assetto "as is" e assetto "to be", il capitolo evidenzia come il modello ISM–MICMAC possa supportare la riprogettazione dei processi decisionali, dei meccanismi di escalation e dei ruoli di governance.

Infine, il capitolo 9 conclude la tesi sintetizzando i principali contributi della ricerca, discutendone i limiti e proponendo una agenda di ricerca futura, che include possibili estensioni dell'approccio ad altri contesti di impact investing e l'integrazione con metodologie quantitative. Le conclusioni riassumono i risultati complessivi e ribadiscono il contributo della tesi alla comprensione e alla gestione del rischio nel venture capital sociale.

Capitolo 1: Il social/impact venture capital nell'ecosistema dell'impact investing: struttura, attori e processi

1.1 Il social/impact venture capital dentro l'ecosistema dell'impact investing

Negli ultimi anni l'impact investing si è affermato come uno spazio di frontiera tra finanza e obiettivi sociali e ambientali, accompagnato da una progressiva convergenza su linguaggi, strumenti di misurazione e prassi di gestione. Nella definizione più utilizzata in ambito internazionale, l'impact investing riguarda investimenti effettuati con l'intenzione di generare un impatto sociale e/o ambientale positivo e misurabile, insieme a un ritorno finanziario; tale definizione è ulteriormente articolata dalla GIIN in termini di intenzionalità e ricorso a evidenze e dati di impatto lungo il ciclo di investimento (GIIN, 2019; GIIN, 2025). All'interno di questo perimetro, il social/impact venture capital può essere letto come una declinazione "private markets" dell'impact investing, focalizzata su investimenti equity (o quasi-equity) in imprese giovani o in crescita che combinano obiettivi economici e finalità di cambiamento sociale/ambientale (Croce et al., 2021). La letteratura mette però in evidenza come identità e pratiche degli operatori restino non pienamente omogenee: l'"impact" è un concetto intrinsecamente plurale e, in assenza di standard universalmente vincolanti, può essere interpretato e comunicato in modi differenti, con effetti diretti sia sulla legittimazione sia sul profilo di rischio (Toschi et al., 2023; Johnsen, 2025). In particolare, l'ambiguità definitoria può facilitare scostamenti tra dichiarazioni e pratiche, alimentando rischi di credibilità e di impact washing, soprattutto quando la misurazione dell'impatto è debole o non coerente con la tesi di investimento (Toschi et al., 2023; Johnsen, 2025).

1.2 Impact investing vs ESG/SRI

Per delimitare con precisione il campo di analisi è utile separare tre logiche che, nella pratica e nel dibattito pubblico, tendono a sovrapporsi: ESG integration/SRI, sustainable investing (anche nel lessico regolatorio europeo) e impact investing. Una prima distinzione riguarda l'obiettivo primario. L'ESG integration indica l'integrazione continuativa di informazioni e fattori ESG nel processo di analisi e decisione d'investimento con l'obiettivo di migliorare il profilo rischio–rendimento, senza che ciò implichi necessariamente un obiettivo di impatto misurabile o vincoli stringenti sull'universo investibile (CFA Institute, 2023). In termini affini, lo SRI (socially responsible investing) viene spesso descritto come un insieme di approcci che incorporano considerazioni etiche, sociali e ambientali nella selezione e gestione di portafoglio, tipicamente tramite criteri di screening (esclusioni,

best-in-class, ecc.), mantenendo però come riferimento principale la logica di investimento finanziario (Martini, 2021).

Una seconda logica è quella del sustainable investing nel contesto europeo, che si intreccia con i requisiti di trasparenza e classificazione introdotti dalla Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). La SFDR disciplina gli obblighi informativi dei partecipanti ai mercati finanziari rispetto ai rischi e agli impatti di sostenibilità e, soprattutto, definisce in termini giuridici il concetto di “sustainable investment” come investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale o sociale, a condizione di non arrecare un danno significativo ad altri obiettivi e nel rispetto di requisiti di buona governance (Regolamento (UE) 2019/2088, art. 2(17)). In questo quadro, la sostenibilità è quindi connessa a una dimensione regolatoria di disclosure e a categorie di prodotto che, pur essendo spesso usate come “etichette” di mercato, nascono per aumentare trasparenza e comparabilità e per ridurre i margini di rappresentazione opportunistica.

L’impact investing, infine, si distingue per la presenza simultanea di tre requisiti: (i) intenzionalità di generare impatti sociali e/o ambientali, (ii) misurabilità degli impatti, e (iii) perseguimento di un ritorno finanziario (GIIN, 2019; GIIN, 2025). Ciò che lo caratterizza non è soltanto “considerare” la sostenibilità, ma gestire l’impatto lungo l’intero ciclo di investimento. In questo senso, gli Operating Principles for Impact Management propongono un impianto operativo end-to-end (strategia; origination e structuring; gestione di portafoglio; exit; verifica indipendente) volto a integrare l’impatto nei processi decisionali e di monitoraggio (IFC, 2019).

1.3 Social/Impact Venture Capital (SIVC)

In questo lavoro, l’espressione social/impact venture capital viene utilizzata per indicare una particolare declinazione dell’impact investing nei private markets, centrata su operazioni equity (o quasi-equity) in imprese giovani o in fase di crescita. In termini operativi, si tratta di investimenti venture/equity in imprese che perseguono una finalità di impatto esplicita e che, al contempo, sono valutate secondo una logica di ritorno finanziario (spesso market-rate o quasi), accompagnata da un processo strutturato di impact management (definizione di obiettivi, KPI, monitoraggio e accountability) coerente con la tesi d’investimento (GIIN, 2019; IFC, 2019).

Un punto rilevante, ai fini dell’inquadramento successivo dei rischi, è che l’evidenza empirica segnala l’esistenza di strategie di investimento non univoche. In particolare, uno studio esplorativo sui fondi di social impact venture capital mostra due pattern ricorrenti: da un lato, investimenti in imprese con risultati di profittabilità negativi ma traiettorie di crescita promettenti; dall’altro, investimenti in imprese più consolidate e profittevoli ma con prospettive di crescita più contenute al momento dell’ingresso, sostenendone trasformazione e scalabilità (Croce et al., 2021). Questa pluralità strategica aiuta a comprendere perché, nelle pratiche di selezione e gestione, il social/impact VC debba continuamente comporre obiettivi finanziari, sviluppo dell’impresa e risultati di impatto, con implicazioni dirette sulla struttura della due diligence, sulle clausole contrattuali e sui sistemi di monitoraggio.

1.4 Dimensioni di mercato dell'impact investing

La quantificazione del mercato dell'impact investing presenta inevitabili margini di incertezza, dovuti alla pluralità di definizioni operative e ai diversi criteri utilizzati per delimitare il perimetro degli investimenti considerati. Nonostante tali limiti, la letteratura recente converge nel collocare l'impact investing su un ordine di grandezza trilionario. In particolare, diversi contributi accademici richiamano stime che attribuiscono al mercato globale dell'impact investing un valore complessivo pari a circa 1,16 trilioni di dollari nel 2021, facendo riferimento alle elaborazioni della Global Impact Investing Network. Questo dato, pur non esente da criticità metodologiche, è frequentemente utilizzato come benchmark per evidenziare il passaggio dell'impact investing da nicchia sperimentale a segmento rilevante dei mercati finanziari privati.

Nel contesto europeo, il dibattito si fonda in larga misura sulle evidenze raccolte dal network Impact Europe (già EVPA). Il report *Size of Impact* stima il volume complessivo degli impact investments in Europa in circa 190 miliardi di euro, sottolineando una crescita significativa nel corso dell'ultimo decennio. Tale espansione è accompagnata da una progressiva istituzionalizzazione del mercato, con un peso crescente di investitori professionali e istituzionali, tra cui fondi, fondazioni, intermediari specializzati e soggetti pubblici, rispetto alle fasi iniziali, caratterizzate da una maggiore presenza filantropica. Nel loro insieme, questi dati suggeriscono che l'impact investing, pur rimanendo un campo eterogeneo, ha raggiunto dimensioni tali da rendere centrali le questioni di governance, comparabilità e gestione del rischio, soprattutto nei segmenti equity e venture-oriented.

1.5 Dimensioni di mercato dell'equity impact investing

Nel campione considerato nel rapporto "State of the Market 2024" della Global Impact Investing Network, che comprende operatori con asset under management (AUM) complessivi pari a circa 290 miliardi di dollari, la private equity si configura come l'asset class dominante all'interno dell'universo dell'impact investing. In particolare, il rapporto evidenzia che il 73% degli investitori inclusi nel campione dichiara di allocare capitale in strategie di private equity, e che tali allocazioni rappresentano circa il 43% dell'AUM totale rilevato. Seguono, con un peso significativamente inferiore sul totale degli asset gestiti, i real assets (ad esempio infrastrutture, real estate e asset naturali) e il private debt, che svolgono un ruolo rilevante ma meno centrale nella composizione complessiva dei portafogli impact-oriented (GIIN, 2024).

Questa evidenza quantitativa non consente di assimilare in modo diretto la private equity al solo venture capital, poiché la categoria include un insieme eterogeneo di strategie di investimento, che spaziano dal venture capital e growth equity fino a operazioni di buyout. Tuttavia, la marcata prevalenza della private equity in termini di AUM suggerisce che la logica equity-based costituisca un pilastro strutturale dell'impact investing nei mercati privati. In particolare, la partecipazione al capitale consente agli investitori di accompagnare nel tempo lo sviluppo delle imprese target, incidendo non solo sulle

decisioni strategiche e di governance, ma anche sulla capacità di scalare modelli di business a impatto in contesti caratterizzati da elevata incertezza e forte intensità innovativa.

In questo senso, le strategie riconducibili al venture capital e alla growth equity, pur rappresentando solo una parte del perimetro della private equity, risultano centrali per comprendere il funzionamento dell'impact investing nei private markets. Esse si collocano infatti nei segmenti in cui l'accesso al capitale di rischio, l'assunzione di rischio imprenditoriale e il supporto manageriale sono condizioni necessarie per trasformare soluzioni innovative in iniziative economicamente sostenibili e capaci di generare impatti sociali e ambientali misurabili su scala più ampia.

1.6 Attori e architettura del settore (finanziatori, gestori, intermediari, imprese)

L'ecosistema del social/impact venture capital si caratterizza per una architettura multilivello, nella quale interagiscono soggetti con ruoli, incentivi e responsabilità differenti. Comprendere tale architettura è essenziale per chiarire come le decisioni di investimento si formano, come l'impatto viene definito e gestito nel tempo e come i rischi, finanziari, di impatto ed ESG, si distribuiscono lungo la catena del valore dell'investimento.

1.6.1 Finanziatori dei fondi (Limited Partners): chi fornisce il capitale

Come nel venture capital tradizionale, anche nel social/impact venture capital i fondi raccolgono capitale presso una pluralità di finanziatori istituzionali e privati. Tra questi rientrano fondi pensione, compagnie assicurative, fondazioni, endowment universitari, family office, investitori ad alta patrimonializzazione, imprese industriali e, in misura rilevante, soggetti pubblici o para-pubblici, incluse le istituzioni finanziarie per lo sviluppo. La letteratura e le ricostruzioni di mercato mostrano come, nel caso degli investimenti a impatto, la componente istituzionale assuma un peso crescente, soprattutto nel contesto europeo, dove l'azione di fondazioni, intermediari specializzati e soggetti pubblici ha contribuito in modo significativo allo sviluppo del settore (Impact Europe, 2023).

Il ruolo dei finanziatori non si esaurisce nella fornitura di risorse finanziarie. In molti casi, essi contribuiscono a orientare la strategia complessiva del fondo, influenzando la definizione delle priorità tematiche, delle aspettative di rendimento e, soprattutto, del livello di ambizione in termini di impatto sociale e ambientale. Tale influenza può manifestarsi attraverso documenti di investimento, clausole contrattuali o richieste specifiche di rendicontazione. Ne deriva che le preferenze e i vincoli dei finanziatori incidono in modo diretto sulla configurazione dei fondi e sui compromessi che i gestori sono chiamati a comporre tra obiettivi economici e finalità di impatto.

1.6.2 Gestori dei fondi (General Partners): strategia e governo dell'impatto

I gestori dei fondi, responsabili delle decisioni di investimento e della gestione dei portafogli, occupano una posizione centrale nell'ecosistema. Essi definiscono la strategia

di investimento, selezionando settori e ambiti di intervento, aree geografiche, stadi di sviluppo delle imprese target e obiettivi di rendimento finanziario. A ciò si affianca la progettazione dei processi di selezione e gestione, che includono le fasi di analisi preliminare, valutazione approfondita, strutturazione dell'operazione, monitoraggio e, infine, disinvestimento.

Nel contesto del social/impact venture capital, ai gestori è richiesto anche di sviluppare sistemi di misurazione e rendicontazione dell'impatto, coerenti con la tesi di investimento e con le aspettative dei finanziatori. L'adozione di standard riconosciuti, come gli "Operating Principles for Impact Management", promossi dall'International Finance Corporation, rende esplicito un approccio integrato alla gestione dell'impatto lungo l'intero ciclo di investimento: dalla definizione della strategia, alla selezione e strutturazione delle operazioni, alla gestione del portafoglio, fino alle modalità di uscita e alla verifica indipendente dei processi adottati (IFC, 2019).

Questa configurazione attribuisce ai gestori un ruolo di mediazione continua tra istanze diverse: le aspettative dei finanziatori, le esigenze operative delle imprese partecipate e le richieste di trasparenza provenienti da regolatori e stakeholder. È in tale spazio di mediazione che si giocano molte delle tensioni tipiche del social/impact venture capital, incluse quelle legate alla credibilità dell'impatto dichiarato e alla gestione dei rischi reputazionali.

1.6.3 Intermediari: supporto, connessione e infrastruttura dell'ecosistema

Accanto a finanziatori e gestori operano numerosi intermediari, che contribuiscono a strutturare e rendere operativo l'ecosistema dell'impact venture capital. Tra questi rientrano, in primo luogo, acceleratori e incubatori orientati alla missione, che accompagnano le imprese nelle fasi iniziali di sviluppo, supportandole nella definizione del modello di business e nella misurazione dei risultati sociali e ambientali. Un secondo gruppo è rappresentato da consulenti e advisor specializzati nella valutazione e nella misurazione dell'impatto, che forniscono metodologie, indicatori e strumenti di rendicontazione.

Un ulteriore elemento rilevante è costituito dai network filantropici e dalle partnership pubblico-private, che favoriscono la circolazione di competenze, risorse e informazioni, contribuendo a ridurre le asimmetrie informative tipiche dei mercati emergenti. Nel loro insieme, questi intermediari svolgono una funzione infrastrutturale: facilitano l'incontro tra capitale e iniziative imprenditoriali, rafforzano la qualità dei processi decisionali e contribuiscono alla diffusione di pratiche condivise, pur in assenza di standard pienamente vincolanti.

1.6.4 Imprese partecipate: tipologie e ambiguità concettuali

Le imprese oggetto di investimento rappresentano l'ultimo anello della catena e il luogo in cui l'impatto viene, in ultima analisi, prodotto. La letteratura distingue comunemente tra diverse tipologie di imprese a impatto. Vi sono imprese "nativamente orientate

all'“impatto”, nelle quali la finalità sociale o ambientale è incorporata nella missione e nel modello di governance; imprese che offrono soluzioni con risultati misurabili, pur non definendosi esclusivamente come organizzazioni a impatto; e imprese “in transizione”, che adottano progressivamente pratiche e modelli più sostenibili, spesso grazie al supporto del capitale di rischio.

Questa pluralità di configurazioni rende evidente la necessità di chiarire il linguaggio e i confini concettuali utilizzati per descrivere le imprese a impatto. Studi recenti sottolineano come l'assenza di definizioni condivise possa generare sovrapposizioni e ambiguità, con conseguenze rilevanti sia sul piano analitico sia su quello operativo, in particolare per quanto riguarda la valutazione dell'impatto e la comparabilità tra investimenti (Toschi et al., 2023; Croce et al., 2021). Una comprensione accurata delle caratteristiche delle imprese partecipate è quindi indispensabile per interpretare correttamente il funzionamento del social/impact venture capital e per inquadrare i rischi che emergono lungo l'intero processo di investimento.

Le evidenze empiriche disponibili indicano che i fondi di social/impact venture capital non adottano una strategia di investimento uniforme, ma operano secondo logiche differenziate in funzione delle caratteristiche delle imprese target e degli obiettivi perseguiti. In alcuni casi, l'investimento si concentra su imprese caratterizzate da elevate prospettive di crescita, ma ancora prive di una profittabilità stabile, nelle quali il capitale di rischio svolge un ruolo essenziale nel sostenere lo sviluppo del prodotto, l'espansione del mercato e il consolidamento dell'organizzazione. In altri casi, invece, i fondi intervengono in imprese già mature e profittevoli, ma con traiettorie di crescita più contenute, contribuendo alla loro trasformazione verso modelli di business più scalabili e maggiormente intensivi di capitale, anche attraverso il rafforzamento della governance e delle capacità manageriali. Questa eterogeneità strategica riflette la pluralità di modalità attraverso cui il capitale di rischio può supportare la generazione e l'ampliamento dell'impatto, andando oltre una visione esclusivamente orientata alle fasi iniziali del ciclo di vita dell'impresa (Croce et al., 2021).

1.7 Il processo di investimento: dal sourcing all'exit

Il processo di investimento nel social/impact venture capital riprende, nelle sue fasi fondamentali, la struttura tipica del venture capital tradizionale, ma introduce elementi distintivi che riguardano la definizione, la gestione e il monitoraggio dell'impatto lungo l'intero ciclo dell'operazione. L'impatto non rappresenta un'aggiunta ex post, bensì una dimensione che informa le scelte sin dalle fasi iniziali e che accompagna il rapporto tra investitore e impresa fino al disinvestimento.

1.7.1 Sourcing e screening

Nel venture capital tradizionale, l'attività di sourcing, ossia l'individuazione delle opportunità di investimento, è fortemente basata su reti relazionali, reputazione dei gestori, flussi di proposte (deal flow) provenienti da imprenditori, altri investitori, incubatori e

acceleratori. Anche nel social/impact venture capital queste dinamiche restano centrali, ma a esse si affianca una dimensione ulteriore legata alla coerenza dell'iniziativa imprenditoriale con la tesi di impatto del fondo.

In questa fase preliminare, il processo di screening non si limita a valutare l'attrattività economica dell'impresa, ma include una prima verifica dell'allineamento tra il problema sociale o ambientale affrontato, la soluzione proposta e gli obiettivi di impatto dichiarati dal gestore. In altri termini, l'impresa viene analizzata alla luce della teoria del cambiamento sottostante al suo modello di business, valutando se e in che misura l'attività economica sia plausibilmente in grado di generare gli esiti desiderati. Questo passaggio è rilevante perché consente di escludere fin dall'inizio iniziative che, pur presentando buone prospettive di mercato, risultano incoerenti con le priorità tematiche o con il livello di ambizione di impatto del fondo (GIIN, 2019).

Lo screening iniziale svolge quindi una funzione di selezione strategica e contribuisce a ridurre il rischio di incoerenza tra impatto dichiarato e impatto effettivamente perseguibile, che rappresenta una delle principali fonti di tensione nel social/impact venture capital.

1.7.2 Due diligence: integrazione tra valutazione finanziaria, impatto ed ESG

La fase di due diligence rappresenta il momento in cui l'integrazione tra dimensione finanziaria e dimensione di impatto diventa più strutturata. Accanto alle analisi tradizionali, sostenibilità economico-finanziaria, potenziale di crescita, solidità del team, posizionamento competitivo, il social/impact venture capital sviluppa una valutazione specifica dell'impatto e dei fattori ESG.

Sul piano dell'impatto, la due diligence include generalmente una verifica della coerenza tra problema, soluzione e beneficiari, al fine di accertare che il bisogno sociale o ambientale individuato sia reale, rilevante e affrontato in modo appropriato dal prodotto o servizio offerto. Un secondo elemento riguarda la plausibilità del nesso causale tra l'attività dell'impresa e gli esiti attesi: l'attenzione si concentra sulla catena logica che collega input, output e outcome, e sulle assunzioni implicite che ne sostengono il funzionamento. In questa prospettiva, la teoria del cambiamento non è solo uno strumento descrittivo, ma una base per identificare i principali rischi di scostamento tra risultati attesi e risultati effettivi.

Un ulteriore aspetto riguarda la misurabilità dell'impatto, che implica la disponibilità (attuale o potenziale) di indicatori adeguati, di sistemi di raccolta dati e di una strategia di utilizzo delle informazioni prodotte. La definizione di KPI e di meccanismi di monitoraggio rappresenta una condizione necessaria per rendere l'impatto gestibile nel tempo, ma introduce anche complessità operative, soprattutto nelle fasi iniziali di sviluppo dell'impresa.

La due diligence di impatto include inoltre un'analisi dei rischi di deviazione dalla missione (mission drift), che possono emergere in seguito a pressioni di mercato, esigenze di crescita o cambiamenti nella compagine azionaria. In questo contesto, assumono rilievo le strutture di governance e gli incentivi interni, poiché la distribuzione dei poteri decisionali, i

meccanismi di controllo e gli schemi di remunerazione possono favorire o ostacolare il mantenimento degli obiettivi di impatto nel tempo (Croce et al., 2021).

Un elemento critico, messo in evidenza dalla letteratura, è che l'assenza di standard pienamente univoci per la valutazione dell'impatto rende queste analisi fortemente contestuali e, in parte, dipendenti dal giudizio professionale dei gestori. Tale caratteristica, se da un lato consente flessibilità e adattamento a contesti diversi, dall'altro espone il processo a margini di discrezionalità che possono tradursi in rischi operativi e reputazionali, soprattutto quando le aspettative degli investitori o degli stakeholder non sono allineate con le pratiche effettivamente adottate (Toschi et al., 2023; Johnsen, 2025).

1.7.3 Strutturazione dell'operazione (strumenti equity e clausole)

La strutturazione dell'operazione di investimento rappresenta una fase cruciale, nella quale le valutazioni svolte in sede di due diligence vengono tradotte in assetti contrattuali e strumenti finanziari coerenti con il profilo di rischio dell'iniziativa e con gli obiettivi del fondo. Anche nel social/impact venture capital, come nel venture capital tradizionale, gli strumenti più utilizzati sono quelli riconducibili al capitale di rischio, in particolare le azioni privilegiate, che consentono agli investitori di partecipare al capitale dell'impresa mantenendo al contempo specifici diritti economici e di governance. Accanto a queste, sono frequentemente impiegati strumenti convertibili, come SAFE o obbligazioni convertibili, che permettono di rinviare la valutazione dell'impresa a fasi successive del suo sviluppo, riducendo l'incertezza tipica delle fasi iniziali.

In alcuni contesti, soprattutto quando le imprese presentano flussi di cassa più stabili o modelli di business già parzialmente consolidati, possono essere adottati anche strumenti ibridi, collocabili tra capitale proprio e debito. Tra questi rientrano forme di quasi-equity o meccanismi di partecipazione ai ricavi, che consentono di modulare il profilo di rischio-rendimento e di adattare la struttura finanziaria alle caratteristiche dell'impresa partecipata. La scelta dello strumento non è neutrale, poiché incide sia sugli incentivi degli imprenditori sia sulla capacità del fondo di esercitare un'influenza strategica nel tempo.

Nel social/impact venture capital, alla strutturazione finanziaria si affianca spesso una dimensione contrattuale aggiuntiva legata alla gestione dell'impatto. In particolare, possono essere inserite clausole specifiche, comunemente definite impact covenants, che prevedono obblighi di rendicontazione, definizione e monitoraggio di indicatori di impatto, o requisiti minimi di governance. Tali clausole mirano a rendere l'impatto una componente esplicita del rapporto contrattuale tra investitore e impresa, rafforzando l'allineamento tra dichiarazioni di intenti e pratiche operative (IFC, 2019).

In alcuni casi, la strutturazione dell'operazione può includere anche condizioni legate al raggiungimento di soglie minime di performance d'impatto, che influenzano diritti economici o decisioni di governance. La letteratura sottolinea tuttavia la necessità di adottare queste soluzioni con cautela, poiché una progettazione inadeguata degli incentivi può generare comportamenti opportunistici o spingere l'impresa a privilegiare indicatori facilmente misurabili a scapito di risultati più sostanziali ma meno immediatamente

osservabili. La strutturazione contrattuale diventa così uno spazio delicato di bilanciamento tra controllo, flessibilità e fiducia.

1.7.4 Gestione dell'investimento e monitoraggio

La fase di gestione dell'investimento e di creazione di valore costituisce il momento in cui il contributo dell'investitore va oltre l'apporto di capitale. Come nel venture capital tradizionale, i fondi di social/impact venture capital supportano le imprese partecipate attraverso attività di accompagnamento strategico, che includono il rafforzamento del team, l'accesso a competenze manageriali, lo sviluppo del mercato e la costruzione di partnership industriali o istituzionali. Tali interventi sono particolarmente rilevanti in contesti caratterizzati da elevata incertezza e da modelli di business innovativi.

Nel caso degli investimenti a impatto, queste attività sono integrate da una formalizzazione più esplicita dei processi di monitoraggio, finalizzata a rendere l'impatto osservabile e gestibile nel tempo. In concreto, ciò si traduce nella definizione di indicatori chiave di performance e di obiettivi intermedi, nella predisposizione di sistemi di raccolta e analisi dei dati e nella produzione di report periodici destinati ai finanziatori del fondo. Il monitoraggio non è concepito come un esercizio meramente rendicontativo, ma come uno strumento di apprendimento e di adattamento, che consente di individuare tempestivamente criticità e di ricalibrare le strategie operative.

Un aspetto centrale riguarda la gestione del rischio d'impatto, inteso come la possibilità che i risultati sociali o ambientali effettivamente conseguiti differiscano, in modo significativo, da quelli attesi. La letteratura evidenzia come tale rischio possa derivare da fattori interni all'impresa, ad esempio cambiamenti nel modello di business o nella governance, oppure da condizioni esterne, quali mutamenti normativi o di mercato. La gestione continuativa dell'impatto diventa quindi parte integrante della creazione di valore complessiva, in quanto contribuisce a preservare la credibilità dell'investimento e a tutelare la relazione fiduciaria con i finanziatori e gli altri stakeholder.

In questo contesto, il riferimento agli Operating Principles for Impact Management, promossi dall'International Finance Corporation, offre una cornice utile per interpretare il monitoraggio come processo end-to-end, che attraversa l'intero ciclo di investimento e si estende fino alle modalità di disinvestimento. Tali principi enfatizzano la necessità di integrare l'impatto nei sistemi decisionali e di sottoporre i processi adottati a forme di verifica indipendente, rafforzando così la trasparenza e la responsabilità dei gestori (IFC, 2019). In tal modo, la creazione di valore economico e la gestione dell'impatto non vengono trattate come dimensioni separate, ma come componenti interdipendenti di un unico processo di investimento.

1.7.5 Uscita dall'investimento: il compromesso tra ritorno finanziario e preservazione dell'impatto

La fase di uscita dall'investimento rappresenta uno dei momenti più delicati nel ciclo del social/impact venture capital, poiché è in questa fase che si rende esplicita la tensione tra

la realizzazione del ritorno finanziario e la tenuta nel tempo degli obiettivi di impatto. Le modalità di disinvestimento non differiscono, sul piano tecnico, da quelle osservabili nel venture capital tradizionale: le principali opzioni includono operazioni di fusione o acquisizione, vendite sul mercato secondario delle partecipazioni e, più raramente, l'accesso ai mercati regolamentati tramite offerta pubblica iniziale. Tuttavia, nel contesto degli investimenti a impatto, tali opzioni assumono una valenza ulteriore, poiché incidono direttamente sulla possibilità che l'impresa continui a perseguire la propria missione sociale o ambientale dopo l'uscita dell'investitore.

Un primo profilo critico riguarda il rischio di deviazione dalla missione a seguito dell'acquisizione da parte di soggetti non allineati agli obiettivi di impatto. In particolare, operazioni di fusione o acquisizione possono comportare cambiamenti nella governance, nelle priorità strategiche o nei modelli operativi dell'impresa, riducendo l'attenzione agli outcome sociali o ambientali a favore di obiettivi prevalentemente economici. La letteratura sottolinea come, in assenza di meccanismi di tutela adeguati, l'exit possa rappresentare un punto di rottura nella traiettoria di impatto, trasformando risultati costruiti nel tempo in semplici esternalità non più presidiate.

Un secondo elemento di tensione deriva dalla pressione alla liquidità che caratterizza il venture capital in generale e che può risultare amplificata nel caso degli investimenti a impatto. I fondi sono tipicamente vincolati a orizzonti temporali definiti e a impegni contrattuali nei confronti dei finanziatori; quando le opportunità di uscita sono limitate o ritardate, le decisioni possono essere guidate prevalentemente da considerazioni di valorizzazione economica, con il rischio di marginalizzare la dimensione di impatto. In tali condizioni, la gestione dell'exit diventa un esercizio di compromesso, nel quale la priorità assegnata alle metriche finanziarie può entrare in conflitto con la coerenza rispetto alla tesi di investimento originaria.

A questi aspetti si aggiunge una dimensione spesso meno visibile ma non meno rilevante, rappresentata dal rischio reputazionale. Nel social/impact venture capital, l'exit è osservata non solo dai finanziatori, ma anche da beneficiari, partner istituzionali e dall'opinione pubblica più ampia. Un'uscita percepita come incoerente con la missione dichiarata del fondo o dell'impresa partecipata può compromettere la credibilità dell'investitore e alimentare accuse di opportunismo o di "impact washing", con effetti potenzialmente duraturi sulla capacità di attrarre capitale e di operare nel settore.

Il contesto statunitense offre esempi significativi di queste tensioni. Negli ultimi anni, il rallentamento delle operazioni di quotazione e di acquisizione ha alimentato il dibattito sulle alternative di liquidità, in particolare sul ruolo dei mercati secondari per le partecipazioni in imprese non quotate. Le analisi di mercato evidenziano come, in fasi di ridotta attività di exit, il ricorso a soluzioni alternative possa alleviare la pressione temporale sui fondi, ma al contempo sollevi interrogativi sulla valutazione degli asset, sulla selezione degli acquirenti e sulla continuità degli obiettivi di lungo periodo (PitchBook, 2024; National Venture Capital Association, 2024).

Nel complesso, la fase di uscita mette in luce come, nel social/impact venture capital, la creazione di valore non possa essere valutata esclusivamente ex post sulla base del rendimento finanziario. La preservazione dell'impatto oltre l'orizzonte dell'investimento

diventa parte integrante del giudizio sull'operazione e richiede strumenti di governance, clausole contrattuali e scelte strategiche coerenti con una visione di lungo periodo. In questo senso, l'exit non rappresenta semplicemente la conclusione del ciclo di investimento, ma un banco di prova della credibilità complessiva del modello di impact investing.

1.8 Differenze rispetto al venture capital tradizionale

Le differenze tra venture capital tradizionale e social/impact venture capital non si riducono a una diversa "etichetta" o a una maggiore sensibilità per temi sociali e ambientali. Esse riguardano, più in profondità, la natura dell'obiettivo, le regole con cui si valuta il successo e il modo in cui il valore viene rendicontato e reso credibile nel tempo. In questa prospettiva, tre aspetti risultano particolarmente rilevanti: (i) la presenza di un obiettivo duale, (ii) la necessità di passare da narrazioni d'impatto a sistemi verificabili, e (iii) l'ambiguità del concetto di impatto, che può funzionare sia come risorsa sia come fonte di rischio.

1.8.1 Obiettivo duale e una funzione obiettivo non "riducibile" a un solo indicatore

Nel venture capital tradizionale l'orientamento di fondo è, in via generale, la massimizzazione del valore economico dell'investimento, compatibilmente con vincoli di rischio, tempo e liquidità. In altri termini, l'esito dell'operazione viene valutato in modo prevalente sulla base di grandezze economico-finanziarie: crescita dei ricavi, margini, valorizzazione dell'impresa, capacità di attrarre nuovi round e, infine, valore realizzato in uscita.

Nel social/impact venture capital, invece, la logica di valutazione è più complessa perché l'obiettivo è duplice: al ritorno economico si affianca, in modo intenzionale, la generazione di risultati sociali e/o ambientali. Questa configurazione produce una conseguenza importante sul piano analitico: non è possibile ricondurre la "bontà" dell'investimento a un unico indicatore sintetico, perché l'esito dell'operazione deve essere giudicato tenendo insieme almeno due dimensioni, che non sempre si muovono nella stessa direzione. La letteratura mostra, inoltre, che gli operatori possono adottare strategie differenti proprio nel modo in cui compongono questo equilibrio, investendo talvolta in imprese ad alta crescita ma ancora poco redditizie e, in altri casi, in imprese più consolidate e profittevoli ma con traiettorie di crescita più moderate (Croce et al., 2021).

1.8.2 Misurazione e responsabilità: dalla narrazione ai sistemi

Un secondo elemento distintivo riguarda la credibilità delle affermazioni di impatto. Nel venture capital tradizionale la comunicazione verso finanziatori e mercato si fonda spesso su elementi narrativi e prospettici: la visione imprenditoriale, la dimensione del mercato, la trazione commerciale, la qualità del team. Queste informazioni restano centrali anche negli

investimenti a impatto, ma non sono sufficienti. Nel social/impact venture capital, infatti, la narrazione dell'impatto deve essere accompagnata da strumenti che rendano l'impatto osservabile, comparabile e, per quanto possibile, verificabile.

Per questa ragione, negli investimenti a impatto si diffonde l'uso di indicatori, obiettivi intermedi e procedure di raccolta dati, che consentono di collegare l'attività dell'impresa agli esiti sociali o ambientali attesi. Gli Operating Principles for Impact Management propongono un quadro operativo che integra l'impatto nei processi di investimento dall'inizio alla fine: definizione della strategia, selezione e strutturazione delle operazioni, gestione di portafoglio, uscita e verifica indipendente dei processi adottati (IFC, 2019).

Accanto a questi standard di processo, un riferimento utile per chiarire "che cosa" viene misurato è offerto dal framework delle Cinque dimensioni dell'impatto, che include anche una dimensione esplicitamente dedicata al rischio di impatto, inteso come probabilità che l'impatto effettivo sia diverso da quello atteso in modo materialmente rilevante per persone e ambiente (Impact Frontiers, 2021). Nel loro insieme, questi approcci rispondono a un'esigenza precisa: ridurre gli spazi di arbitrarietà e rendere meno fragile la rendicontazione, soprattutto in un contesto in cui la reputazione del fondo dipende anche dalla coerenza tra promesse e risultati.

1.8.3 L'ambiguità dell'"impatto" come risorsa e come rischio

Un terzo elemento, spesso sottovalutato, è la natura intrinsecamente ambigua del concetto di impatto. A differenza di molte grandezze economiche, l'impatto sociale e ambientale è più difficile da definire in modo univoco e standardizzato; i confini tra ciò che è "impatto" e ciò che è semplice "beneficio collaterale" non sono sempre netti. Questa caratteristica può diventare una risorsa per gli operatori, perché consente flessibilità, adattamento ai contesti e capacità di parlare a interlocutori diversi.

Studi recenti mostrano, ad esempio, che alcuni gestori utilizzano in modo tattico l'ambiguità del social/impact venture capital per legittimare decisioni, accedere a nuovi mercati, attrarre capitale dedicato all'impatto e costruire relazioni con fondatori e stakeholder (Johnsen e Lenhard, 2025). Al tempo stesso, la stessa ambiguità può trasformarsi in un fattore di rischio: può facilitare scostamenti opportunistici tra dichiarazioni e pratiche, alimentare accuse di "impact washing" e ridurre la fiducia degli investitori e del pubblico. La ricerca sull'identità comunicata dai social impact venture capitalists evidenzia, in modo coerente, che il settore è ancora caratterizzato da una certa incertezza definitoria su attori e pratiche, e che la comunicazione esterna diventa parte integrante del modo in cui questi operatori costruiscono legittimazione (Toschi et al., 2023).

In sintesi, ciò che cambia "davvero" rispetto al venture capital tradizionale è che, nel social/impact venture capital, l'impatto non è solo un fine dichiarato, ma una dimensione che deve essere governata, misurata e difesa nel tempo. Questo richiede regole, strumenti e pratiche più articolate, e rende centrali, più che altrove, i temi della trasparenza, della responsabilità e della gestione del rischio reputazionale.

Capitolo 2: Il rischio nel venture capital sociale. Giustificazione e rationale della ricerca

Il capitolo precedente ha inquadrato il venture capital sociale come una forma di investimento in capitale di rischio che sostiene imprese giovani o in crescita con una finalità sociale o ambientale dichiarata, senza rinunciare alla logica economica tipica dei mercati privati (Croce et al., 2021; Toschi et al., 2023). In questa cornice, l'attenzione si sposta ora su un punto spesso trattato in modo implicito: che cosa significa "rischio" quando l'investimento deve reggere insieme risultati economici e risultati di impatto.

Questa impostazione è particolarmente rilevante nel social e impact venture capital, dove le decisioni di investimento vengono assunte in condizioni di informazione incompleta, con esiti difficili da prevedere e con obiettivi molteplici da tenere insieme. In questo contesto, segnato da incertezza e da una forte opacità dei processi di selezione e valutazione, il rischio non può essere trattato come una semplice lista di categorie separate (Agrawal e Hockerts, 2021; Heinz e Velamuri, 2024).

Una lettura più adeguata richiede invece di considerare il social e impact venture capital come un ambito nel quale fattori finanziari, di impatto, ESG e di governance si influenzano reciprocamente. La letteratura più recente ha infatti evidenziato sia la frammentazione degli studi sull'impact investing, sia la necessità di comprendere meglio le relazioni tra le diverse dimensioni che orientano decisioni e risultati nel tempo (Schlütter et al., 2024). In questa prospettiva, il rischio appare come fenomeno interdipendente ed emergente.

Questa lettura richiama anche il tema delle capacità organizzative: nei contesti ibridi, la qualità delle decisioni dipende non solo dalla disponibilità di strumenti formali, ma anche dalla capacità di apprendere, adattare e riallineare le decisioni lungo il ciclo di investimento. In questo senso, il richiamo alle dynamic capabilities consente di leggere la gestione del rischio non solo come controllo ex ante, ma anche come capacità di adattamento e coordinamento (Teece, 2018).

Il primo passaggio, utile come "ponte", è chiarire che l'impatto non è soltanto qualcosa da raccontare o da misurare a posteriori: è anche una dimensione esposta a incertezza. Il framework delle Five Dimensions of Impact propone in modo esplicito una "dimensione rischio", definita come la probabilità che l'impatto effettivamente generato sia diverso da quello atteso, e che tale differenza sia materiale per le persone coinvolte o per l'ambiente (Impact Frontiers, 2021). Questa formulazione è particolarmente adatta al venture capital sociale, dove l'incertezza è già elevata per ragioni tecnologiche e di mercato, e dove l'ambizione di impatto aggiunge ulteriori punti di vulnerabilità.

Questa consapevolezza è importante anche perché una parte della discussione pubblica sul social/impact venture capital tende a muoversi dentro un'aspettativa "armoniosa", come se ritorno finanziario e impatto positivo fossero naturalmente convergenti. Studi recenti mostrano invece che la logica "win-win" può indurre a trascurare proprio il rischio di impatto, cioè la possibilità che l'effetto atteso non si realizzi, si realizzi solo in parte, o produca conseguenze non desiderate per alcuni stakeholder (Kaufmann et al., 2024; Roor e Maas, 2024). Da qui discende il rationale della tesi: nel venture capital sociale il rischio non può essere letto come una semplice estensione del rischio finanziario, ma come un

sistema integrato nel quale decisioni prese nelle fasi iniziali (selezione, struttura dell'operazione, governance, metriche) condizionano, con effetti concatenati, esiti economici, di impatto e reputazionali (Geczy et al., 2021).

A fini operativi, questo capitolo adotta una tassonomia "leggera" ma utile, articolata in quattro famiglie: (1) rischi finanziari tipici del venture capital (sviluppo tecnologico, esecuzione, fabbisogno di capitale, diluizione, uscita e tempi di liquidità); (2) rischi ESG, legati a conformità, governance e possibili controversie; (3) rischio di impatto, nel senso appena definito (Impact Frontiers, 2021); (4) rischio reputazionale, che emerge quando si crea distanza tra quanto viene dichiarato (missione, risultati, narrativa) e quanto viene effettivamente praticato e dimostrato (Johnsen e Lenhard, 2025; Toschi et al., 2023). Questa tassonomia non serve a "etichettare" i problemi, ma a mostrare che, nel venture capital sociale, tali rischi tendono a interagire: un problema di governance può degradare la qualità dei dati di impatto; una misurazione debole può amplificare contestazioni esterne; una crisi reputazionale può ostacolare raccolta di capitali e partnership, influenzando anche la sostenibilità finanziaria (Busch et al., 2023).

Il venture capital sociale porta nel cuore dell'investimento una forma di complessità che è insieme economica e "civile": l'operazione deve sostenere la crescita dell'impresa e, nello stesso tempo, rendere credibile e difendibile nel tempo la promessa di impatto. Le ricerche sul social/impact venture capital descrivono questa configurazione come un campo ancora eterogeneo per definizioni e pratiche, dove convivono logiche del venture capital, aspettative di gestione dell'impatto e vincoli ESG sempre più visibili (OECD, 2020; Schlütter et al., 2024). Sul piano empirico, la letteratura evidenzia che i fondi "a impatto" presentano profili e comportamenti non uniformi e che la valutazione del rischio e della performance non può essere trasferita meccanicamente dai modelli tradizionali: i contratti e le strutture di governance, ad esempio, si adattano a obiettivi multipli con soluzioni spesso pragmatiche e non standardizzate, mentre le dinamiche rischio-rendimento mostrano differenze che richiedono misure e confronti accurati (Geczy et al., 2021; Jeffers et al., 2024). In questo quadro, la misurazione dell'impatto diventa un nodo decisivo: se resta confinata alla rendicontazione, può alimentare scollamenti tra mezzi e fini; se invece entra nelle scelte gestionali, diventa una leva di governo ma richiede dati, responsabilità e criteri di materialità non sempre semplici da stabilire (Hehenberger et al., 2024; Busch et al., 2023). La complessità del rischio nel venture capital sociale nasce dunque dall'intreccio tra incertezza imprenditoriale e incertezza dell'impatto, e dalla necessità di leggere queste dimensioni come parti di un unico sistema decisionale, esattamente il terreno su cui si colloca l'impostazione integrata e strutturale proposta nella tesi.

2.1 Tassonomie di rischio: rischi finanziari, d'impatto ed ESG

Nella finanza tradizionale, il rischio è generalmente articolato in categorie consolidate, rischio di mercato, di credito, di liquidità, operativo e legale/regolatorio, direttamente collegate a strumenti decisionali e di controllo quali covenant, sistemi di monitoraggio, stress test e requisiti patrimoniali. Questa tassonomia è considerata matura nella misura in

cui consente di tradurre il rischio in ambiti relativamente chiari di responsabilità organizzativa e di intervento gestionale (Basel Committee on Banking Supervision, 2011). Nei veicoli di impact investing, in particolare nei private markets, tali categorie vengono in larga parte adottate, ma mostrano due limiti ricorrenti. Da un lato, alcuni rischi finanziari, in particolare il rischio di liquidità e di exit, assumono una natura strutturale, data la dipendenza da orizzonti temporali lunghi, da round successivi di finanziamento e dalla presenza di co-investitori. Dall'altro lato, i modelli finanziari risultano efficaci nel misurare gli esiti economici, ma meno nel ricostruire le catene decisionali che li generano lungo le fasi di origination, due diligence, monitoring ed exit. Anche studi empirici che documentano profili rischio–rendimento distintivi dei fondi di impact investing tendono infatti a concentrarsi sugli outcome aggregati, lasciando spesso impliciti i meccanismi organizzativi e decisionali sottostanti (Jeffers et al., 2024).

Accanto alla dimensione finanziaria, la letteratura ha progressivamente integrato i rischi ESG, inizialmente emersi come estensione della socially responsible investing e spesso interpretati, nelle fasi iniziali, come preferenze extra-finanziarie. Già le rassegne classiche mostrano tuttavia che l'introduzione di vincoli sociali ed etici produce effetti misurabili sul comportamento degli investitori e sulle performance (Renneboog et al., 2008).

Il dibattito più recente si è spostato sul concetto di materialità, evidenziando che i fattori ESG diventano rilevanti per la valutazione e il rischio quando risultano connessi ai fondamentali economici del modello di business (Khan et al., 2016). Meta-analisi ampiamente citate indicano inoltre che la relazione tra performance ESG e performance finanziaria è, in media, non negativa, sebbene caratterizzata da una forte eterogeneità tra settori e contesti (Friede et al., 2015). Parallelamente, soprattutto nel contesto europeo, l'ESG è divenuto un ambito centrale di disclosure e comparabilità. Iniziative regolatorie come SFDR, la Tassonomia UE e i framework ispirati alla TCFD hanno contribuito a istituzionalizzare i rischi ESG come oggetto di trasparenza, collegandoli esplicitamente a governance, strategia e sistemi di gestione del rischio.

Una terza dimensione riguarda i rischi di impatto, intesi come la probabilità che un investimento non produca gli outcome attesi o generi effetti negativi indesiderati. Rispetto ai rischi finanziari ed ESG, questa tassonomia risulta meno standardizzata, ma sta diventando progressivamente più operativa. Studi recenti mostrano che gli attori del social/impact venture capital adottano presidi organizzativi specifici, controlli sugli input, sui comportamenti e sugli output, per trattare l'impact risk come una variabile decisionale, e non soltanto come una questione reputazionale o comunicativa (Islam, 2023).

Questa letteratura mette inoltre in discussione la narrativa del "win-win" automatico tra rendimento finanziario e impatto, evidenziando come tale presupposto possa condurre a una sottovalutazione sistematica del rischio di impatto e a un sotto-investimento nella sua gestione effettiva (Kaufmann, 2024). In questi casi, l'impatto rimane formalmente centrale, ma operativamente meno vincolante rispetto alla dimensione finanziaria.

Il punto cruciale che emerge da questi contributi è che le tre tassonomie, finanziaria, ESG e di impatto, non operano come liste indipendenti. Nella pratica, molti rischi assumono una natura ibrida, originandosi in una dimensione e producendo effetti nelle altre. Il rischio di misurazione, ad esempio, nasce come rischio di impatto, ma può tradursi in decisioni

finanziarie errate o in problemi reputazionali. Analogamente, il rischio climatico è oggi trattato come rischio finanziario, ESG e, nei contesti impact, come fattore che incide direttamente sulla capacità di generare outcome.

Queste evidenze mostrano i limiti di un approccio basato su checklist separate e rafforzano la necessità di superare tassonomie puramente descrittive, orientandosi verso una vera e propria architettura del rischio. Intesa come rappresentazione delle interdipendenze e dei punti di leva nel sistema decisionale, tale architettura consente di comprendere come fragilità iniziali possano propagarsi nel tempo e manifestarsi come esiti congiunti. È su questo terreno che si colloca il gap di letteratura discusso nella Sezione 2.4 e la scelta di adottare il framework ISM–MICMAC come strumento per modellare relazioni causali e ruoli sistemici dei rischi.

2.2 Impact measurement vs impact risk: limiti, impatto negativo e impact washing

La letteratura sul social/impact venture capital ha dedicato un'attenzione significativa allo sviluppo di metodi, metriche e standard per la misurazione e la rendicontazione dell'impatto. Questo sforzo risponde a un'esigenza centrale del campo: in un contesto in cui la promessa di valore non è esclusivamente finanziaria, la capacità di rendere visibili, verificabili e comunicabili gli effetti sociali e ambientali dell'investimento rappresenta una condizione minima di credibilità e accountability verso investitori e stakeholder (Ebrahim e Rangan, 2014; Maas e Liket, 2011; Rawhouser et al., 2019).

Parallelamente, una parte crescente della letteratura converge su un punto critico: misurare l'impatto non equivale a governare l'impact risk. La distinzione non è soltanto concettuale, ma profondamente decisionale. La misurazione dell'impatto risponde prevalentemente alla domanda "che cosa sta succedendo?", mentre l'impact risk riguarda la probabilità che l'impatto atteso non si realizzi, si manifesti in forma ridotta o produca effetti negativi non intenzionali, e le leve organizzative disponibili per prevenirlo o correggerlo nel tempo (Islam, 2023; Kaufmann et al., 2024).

Una prima ragione di questa divergenza risiede nelle finalità a cui i sistemi di impact measurement sono tipicamente orientati. La letteratura individua tre funzioni ricorrenti: l'accountability verso investitori e stakeholder, la comparabilità tra investimenti e la legittimazione dell'etichetta "impact" in contesti competitivi e regolati (Ebrahim e Rangan, 2014; Rawhouser et al., 2019). Queste funzioni, pur rilevanti, non coincidono automaticamente con la gestione del rischio. Studi su imprenditoria sociale e organizzazioni a missione mostrano come la proliferazione di framework e indicatori favorisca spesso la misurazione di output facilmente osservabili e standardizzabili, piuttosto che di outcome causali e realmente azionabili. Ne deriva un disallineamento strutturale: ciò che è misurabile e comunicabile non coincide necessariamente con ciò che consente di intercettare tempestivamente deviazioni di impatto e di intervenire in modo correttivo (Maas e Liket, 2011; Ebrahim e Rangan, 2014).

Nella pratica dei fondi di impact investing, questo limite si traduce frequentemente in una reportistica di impatto articolata e sofisticata, ma poco informativa rispetto alle cause dei

fallimenti. Indicatori come il numero di beneficiari raggiunti o di servizi erogati forniscono una rappresentazione parziale dei risultati, ma dicono poco su problemi di qualità, targeting, adozione o sostenibilità nel tempo. Il risultato è un paradosso ricorrente: aumenta la quantità di dati prodotti, ma non cresce in modo proporzionale la capacità del fondo di prevenire o gestire l'impact risk (Rawhouser et al., 2019).

Un contributo chiave per interpretare questa tensione è la distinzione tra misurazione orientata al proving e misurazione orientata all'improving. La prima privilegia la disclosure e la rendicontazione verso l'esterno; la seconda mira a supportare apprendimento organizzativo, correzioni operative e decisioni lungo il ciclo di investimento. La review sistematica di Roor e Maas (2024) mostra come una parte significativa delle pratiche di impact measurement rimanga sbilanciata verso la logica del proving, mentre i meccanismi di improving risultano meno integrati nei processi decisionali interni.

Dal punto di vista operativo, la differenza è netta. In una logica di proving, i KPI di impatto alimentano prevalentemente il reporting periodico; in una logica di improving, gli stessi KPI attivano decisioni su governance, supporto operativo, ricalibrazione dei target o rinegoziazione delle condizioni di investimento. Quando la misurazione resta confinata alla prima logica, può addirittura aumentare la vulnerabilità del sistema, creando l'illusione che il rischio sia presidiato solo perché esistono metriche, mentre i driver reali delle deviazioni rimangono non governati (Roor e Maas, 2024).

La letteratura di area management e accounting rende più operativo il concetto di impact risk, definendolo come la probabilità che un investimento non generi l'impatto positivo atteso e/o produca effetti negativi non intenzionali. Questa prospettiva sposta l'attenzione dai risultati osservati a valle alle scelte organizzative e decisionali che costruiscono o riducono tale probabilità a monte (Islam, 2023). Evidenze empiriche mostrano che gli impact investors adottano presidi strutturati riconducibili a controlli sugli input, relativi a risorse e competenze; controlli sui comportamenti, legati a governance e processi decisionali; e controlli su output e outcome, attraverso KPI, milestone e verifiche periodiche. Questi presidi indicano che l'impact risk non è una variabile meramente reputazionale, ma un rischio governabile attraverso scelte organizzative lungo l'intero ciclo di investimento (Islam, 2023).

Un'ulteriore linea di frattura tra misurazione e gestione del rischio riguarda l'attenzione al downside. I sistemi di impact measurement sono spesso orientati alla rendicontazione di risultati positivi, mentre la gestione del rischio richiede un'attenzione esplicita anche agli impatti negativi, agli effetti di esclusione o spiazzamento e ai potenziali danni reputazionali. Framework istituzionali come gli Operating Principles for Impact Management dell'IFC e gli OECD-UNDP Impact Standards richiedono esplicitamente di confrontare impatto atteso e realizzato, includendo effetti positivi e negativi lungo l'intero ciclo di investimento, comprese le scelte di exit (IFC, 2019; OECD-UNDP, 2024). In assenza di segnali di rischio ex ante, soglie di escalation e collegamenti chiari tra deviazioni e azioni correttive, un fondo può misurare l'impatto senza gestire realmente il downside.

In questa prospettiva, l'impact washing emerge come un fallimento di architettura del rischio più che come semplice comportamento opportunistico. La letteratura lo definisce come l'uso dell'etichetta "impact" in assenza di presidi decisionali e organizzativi coerenti

lungo il ciclo di investimento, spesso legato alla confusione tra investimenti allineati a criteri ESG e investimenti realmente orientati alla generazione intenzionale di impatto (Busch et al., 2021). Quando la misurazione esiste ma non è collegata a decisioni, trade-off e meccanismi di correzione, il sistema produce disclosure senza governance. Questa configurazione è coerente con le critiche alla narrativa del “win-win” automatico tra finanza e impatto, che tende a sottovalutare l’impact risk e le fragilità di implementazione (Kaufmann et al., 2024; Kaufmann e Botha, 2025).

2.3 Approcci alla prioritizzazione dei rischi: checklist e scoring vs modelli strutturali

Una volta chiarite le principali tipologie di rischio che caratterizzano il social/impact venture capital, emerge un problema operativo centrale: non tutti i rischi possono essere gestiti con la stessa priorità. Fondi e investitori devono decidere dove concentrare attenzione, risorse e capacità di intervento, soprattutto in contesti caratterizzati da vincoli di tempo, informazione incompleta e pressioni di performance. La letteratura e la prassi manageriale affrontano questo problema attraverso strumenti molto diversi, che possono essere ricondotti a due grandi logiche. Da un lato, approcci che ordinano i rischi come elementi separati; dall’altro, approcci che cercano di rappresentare le relazioni tra rischi, cioè il modo in cui un rischio può attivarne o amplificarne altri nel tempo.

Questa distinzione è particolarmente rilevante per il social/impact venture capital. Come discusso nelle sezioni precedenti, molte criticità osservate nella pratica non si manifestano come eventi isolati, ma come catene causali che attraversano dimensioni finanziarie, di impatto ed ESG. In questo contesto, una prioritizzazione che ignora tali connessioni rischia di indirizzare l’attenzione sugli esiti finali, piuttosto che sulle cause strutturali che li hanno generati (ISO 31000, 2018; IEC 31010, 2019; Cox, 2008).

L’approccio di gran lunga più diffuso alla prioritizzazione del rischio è basato su strumenti qualitativi o semi-qualitativi come risk register, checklist e matrici probabilità–impatto (heat map). Questi strumenti sono pienamente coerenti con i principali framework di risk management e risultano efficaci per organizzare il problema: aiutano a non trascurare aree rilevanti, assegnano responsabilità e consentono discussioni rapide e condivise in sede decisionale (ISO 31000, 2018; IEC 31010, 2019). Anche nei fondi di impact investing, tali strumenti svolgono una funzione importante. Le checklist permettono di verificare che aspetti chiave, governance, compliance, modello operativo, misurazione dell’impatto, siano stati considerati; i risk register chiariscono chi è responsabile di ciascun rischio; le heat map aiutano a individuare rapidamente le aree percepite come più critiche.

Il limite principale di questi strumenti non risiede nella loro inefficacia, ma nel modo in cui rappresentano il rischio. Essi tendono infatti a trattare ciascun rischio come un’unità autonoma. In presenza di checklist separate, finanziarie, ESG e di impatto, il risultato può essere una pluralità di “rischi prioritari” che non comunicano tra loro. Nella pratica, tuttavia, molti problemi seguono traiettorie uniche: una debolezza nello stakeholder engagement può generare ritardi operativi, incidere sui flussi di ricavo, ridurre gli outcome prodotti e infine sfociare in un problema reputazionale. Una prioritizzazione basata esclusivamente su

colori o punteggi intercetta spesso il problema quando è già emerso a valle, limitando le possibilità di intervento preventivo (Cox, 2008).

Un secondo insieme di approcci introduce una maggiore formalizzazione attraverso sistemi di scoring. Un riferimento classico è la Failure Mode and Effects Analysis (FMEA), che utilizza il Risk Priority Number combinando severità, probabilità di occorrenza e capacità di rilevazione (Kim et al., 2018). In ambito finanziario e organizzativo, questa logica viene spesso adattata in scorecard multi-criterio. Il vantaggio rispetto alle sole heat map è evidente: lo scoring costringe a esplicitare le ragioni per cui un rischio è considerato rilevante e consente confronti più sistematici tra rischi diversi.

Tuttavia, anche in questo caso il risultato finale è prevalentemente un ranking. I rischi vengono ordinati, ma non viene chiarito come siano collegati tra loro. La letteratura metodologica evidenzia inoltre che tali ranking possono essere sensibili alla struttura dell'indice e ai pesi assegnati alle diverse dimensioni, con effetti potenzialmente distorsivi (Kim et al., 2018; Ciani et al., 2019). Nel contesto del social/impact venture capital, ciò significa che una scorecard può indicare il rischio di liquidità come "alto" e la misurazione dell'impatto come "media", senza rendere visibile che una misurazione debole può, nel tempo, contribuire proprio all'aumento del rischio di liquidità attraverso decisioni di follow-on, supporto operativo o exit basate su informazioni incomplete.

Un ulteriore filone affronta la prioritizzazione come un problema di decisione multi-criterio. Metodi come l'Analytic Hierarchy Process consentono di pesare criteri differenti attraverso confronti a coppie e di ottenere un ranking coerente e giustificabile (Saaty, 1980; Forman, 2001). Più in generale, la letteratura sulla Multi-Criteria Decision Analysis propone questi strumenti come particolarmente adatti quando le decisioni implicano trade-off espliciti tra dimensioni non riducibili a un unico indicatore (Linkov e Moberg, 2011; Linkov et al., 2011; Karunathilake et al., 2020).

Nel contesto del social/impact venture capital, tali approcci aiutano a rendere trasparenti bilanciamenti reali, ad esempio tra potenziale di impatto e rischio operativo, o tra ritorno atteso e incertezza sulla misurazione. Tuttavia, anche molti metodi MCDA rimangono focalizzati sulla costruzione di priorità statiche: pur chiarendo i trade-off, raramente rappresentano in modo diretto le interdipendenze tra rischi e i meccanismi di propagazione nel tempo.

Quando il problema centrale non è solo stabilire quale rischio sia più elevato, ma comprendere quale rischio guida il sistema, la letteratura propone approcci strutturali e causali. Metodi come DEMATEL sono utilizzati per rappresentare relazioni causa-effetto tra fattori in sistemi complessi, mostrando come alcune variabili influenzino altre in modo diretto o indiretto (Fontela e Gabus, 1974). In questo stesso filone si colloca l'Interpretive Structural Modeling, sviluppato per supportare gruppi di esperti nella costruzione di rappresentazioni gerarchiche di sistemi complessi a partire da relazioni interpretate e validate collettivamente (Warfield, 1974; Watson, 1978).

A valle dell'ISM, l'analisi MICMAC consente di classificare i rischi in base al loro potere di influenza e di dipendenza, distinguendo tra driver del sistema, rischi di collegamento e rischi prevalentemente dipendenti (Godet, 2000; Nazlabadi et al., 2023). L'estensione fuzzy di ISM e MICMAC risponde infine all'esigenza di gestire l'incertezza intrinseca nelle

valutazioni esperte, consentendo di rappresentare l'intensità delle relazioni in modo graduale anziché binario. Questo aspetto è particolarmente rilevante in contesti, come quello del social/impact venture capital, in cui molte relazioni causali non sono osservabili direttamente, ma devono essere inferite sulla base di esperienza e giudizio.

Nel loro insieme, questi modelli non sostituiscono checklist o scorecard, ma rispondono a una domanda diversa: dove intervenire per ridurre il rischio complessivo del sistema, anziché limitarsi a ordinare i rischi in base a un livello apparente di gravità. È su questa esigenza che si innesta la scelta metodologica adottata nella presente tesi.

2.4 Ibridazione e interdipendenza come caratteristiche intrinseche del rischio nel venture capital sociale

Le evidenze empiriche relative ai fondi di social e impact venture capital, e più in generale agli investimenti ad impatto basati su strumenti equity, mostrano che tali veicoli, pur adottando processi decisionali e operativi largamente ispirati al venture capital e al private equity tradizionali, incorporano obiettivi ulteriori che non trovano una traduzione immediata nei meccanismi standard di valutazione del rischio e della performance finanziaria (Geczy et al., 2021; Jeffers et al., 2024). Ne deriva che, nel venture capital sociale, la relazione tra rendimento economico e impatto positivo non può essere assunta come naturalmente convergente. La cosiddetta win-win assumption è stata infatti messa in discussione da contributi che evidenziano come tale narrativa possa indurre a sottovalutare rischi specifici connessi alla produzione dell'impatto, alla sua misurazione e alla distribuzione degli effetti tra differenti categorie di stakeholder (Kaufmann et al., 2024). In questo quadro, il rischio negli investimenti equity-based a impatto non può essere ricondotto alla sola probabilità di perdita finanziaria, ma include anche la possibilità che l'impatto atteso non si realizzi, si realizzi in misura inferiore alle aspettative o produca effetti indesiderati.

Un elemento centrale di questa configurazione ibrida riguarda il ruolo della misurazione dell'impatto nel venture capital sociale. Nelle fasi iniziali di sviluppo del settore, la misurazione è stata prevalentemente interpretata come uno strumento di rendicontazione e legittimazione, funzionale a dimostrare l'intenzionalità sociale o ambientale degli investimenti equity-based. La letteratura più recente ha tuttavia evidenziato come essa svolga una funzione ben più profonda, incidendo direttamente sui processi decisionali dei fondi e delle imprese partecipate. Indicatori, metriche e framework di misurazione non si limitano infatti a descrivere risultati ex post, ma contribuiscono a definire ciò che viene considerato rilevante, osservabile e governabile, influenzando in modo sostanziale le scelte di investimento, di monitoraggio e di intervento gestionale lungo l'intero ciclo dell'operazione (Hehenberger et al., 2024).

Al tempo stesso, numerosi studi segnalano una persistente ambivalenza nell'uso di tali strumenti nel contesto del venture capital sociale. Quando le pratiche di misurazione risultano orientate prevalentemente alla compliance regolatoria o alla comunicazione esterna, esse possono generare fenomeni di decoupling, nei quali la produzione e la rendicontazione dell'impatto rimangono formalmente corrette ma risultano scollegate dalle

decisioni operative quotidiane (Busch et al., 2023). In tali situazioni, la misurazione non riduce l'incertezza del processo decisionale, ma tende piuttosto a mascherare criticità emergenti, rinviandone l'emersione a fasi successive dell'investimento.

Questa tensione è strettamente connessa al concetto di materialità, che ha assunto un ruolo centrale sia nel dibattito accademico sia nel contesto regolatorio europeo applicabile agli investimenti equity-based. La distinzione tra materialità finanziaria e materialità d'impatto, formalizzata nel principio di doppia materialità, riconosce esplicitamente che le decisioni di investimento devono considerare sia i rischi e le opportunità per l'investitore, sia gli effetti materiali dell'attività economica su persone e ambiente (European Commission, 2022). Tuttavia, la letteratura evidenzia come la traduzione operativa di tale principio resti problematica, soprattutto in assenza di strumenti e processi capaci di integrare in modo coerente queste due dimensioni all'interno di un unico quadro decisionale, come avviene tipicamente nei fondi di venture capital sociale (Berg et al., 2022).

L'evoluzione della regolazione europea ha ulteriormente accentuato la complessità del rischio negli investimenti ad impatto equity-based. L'introduzione del "Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)" ha imposto obblighi di trasparenza relativi sia ai rischi di sostenibilità sia agli impatti negativi delle decisioni di investimento, mentre la Tassonomia UE ha definito criteri tecnici per la classificazione delle attività sostenibili (European Union, 2019; European Union, 2020). Successivamente, la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e gli European Sustainability Reporting Standards (ESRS) hanno ampliato e standardizzato il perimetro informativo, rendendo la doppia materialità un principio cardine del reporting di sostenibilità anche per gli operatori dei mercati privati (European Union, 2022; EFRAG, 2023).

Tali sviluppi hanno indubbiamente rafforzato la disponibilità, la comparabilità e la formalizzazione delle informazioni relative a rischi e impatti. Tuttavia, diversi contributi sottolineano come l'impianto regolatorio europeo rimanga prevalentemente orientato a una logica di disclosure, più che a una logica di integrazione causale tra dimensione finanziaria, impatto ed ESG. In altri termini, la normativa chiarisce in modo sempre più dettagliato cosa debba essere comunicato, ma fornisce indicazioni limitate su come i diversi rischi interagiscano tra loro all'interno dei processi decisionali dei fondi di venture capital sociale e dei progetti di investimento equity-based (Berg et al., 2022; Busch et al., 2023).

Parallelamente, la letteratura di finanza empirica ha iniziato ad analizzare in modo sistematico il profilo rischio-rendimento dei fondi di impact venture capital, mostrando che tali veicoli presentano caratteristiche distintive rispetto ai fondi tradizionali, ma anche una marcata eterogeneità interna (Geczy et al., 2021; Jeffers et al., 2024). Questi risultati confermano che il venture capital sociale non può essere interpretato come una semplice estensione della finanza sostenibile: la presenza di obiettivi multipli incide in modo sostanziale sui meccanismi di selezione degli investimenti, sugli incentivi e sulle modalità di monitoraggio.

Nel loro insieme, questi contributi convergono su un punto centrale: il rischio nel venture capital sociale è intrinsecamente ibrido. Esso comprende rischi finanziari tradizionali, rischi legati alla produzione e alla misurazione dell'impatto, rischi reputazionali e regolatori, nonché rischi organizzativi connessi alla governance e alle capacità operative degli attori

coinvolti. Questa configurazione rende inadeguati approcci che trattano tali dimensioni come ambiti separati o semplicemente additivi e pone le basi per il problema di ricerca affrontato in questa tesi: la necessità di analizzare il venture capital sociale come un sistema di rischio interdipendente, nel quale decisioni prese a monte possono generare effetti non lineari e congiunti a valle.

La letteratura più recente converge dunque su un assunto condiviso: il venture capital sociale non può essere descritto come una semplice estensione della finanza tradizionale alla quale si aggiunge una missione sociale o ambientale. Esso configura piuttosto un processo decisionale intrinsecamente ibrido, nel quale obiettivi finanziari e obiettivi di impatto vengono perseguiti simultaneamente all'interno dello stesso investimento, influenzando in modo concreto le modalità operative lungo l'intero ciclo di investimento. In particolare, obiettivi finanziari e di impatto fanno riferimento a metriche differenti, a meccanismi di incentivo non perfettamente allineati e, spesso, a orizzonti temporali diversi. Indicatori finanziari come ricavi, margini e ritorni attesi convivono con indicatori di output e outcome sociali o ambientali; covenant finanziari e diritti di controllo coesistono con target di impatto e aspettative reputazionali; la sostenibilità economico-finanziaria viene valutata tipicamente su orizzonti medio-brevi, mentre gli effetti di impatto richiedono tempi più lunghi per manifestarsi e consolidarsi. Questa asimmetria introduce tensioni strutturali che non possono essere risolte attraverso semplici aggiustamenti marginali.

Di conseguenza, l'ibridazione del venture capital sociale non rappresenta un problema puramente definitorio, ma ha implicazioni dirette sulla natura del rischio. Il rischio non si presenta come la somma di categorie distinte, rischio finanziario, rischio di impatto e rischio ESG, gestibili separatamente. Al contrario, esso assume una configurazione interdipendente, poiché le stesse decisioni incidono simultaneamente su più dimensioni della performance e possono innescare effetti concatenati nel tempo.

Nella pratica, risultati finanziari inferiori alle attese, difficoltà nel raggiungimento degli obiettivi di impatto e contestazioni da parte degli stakeholder raramente emergono come eventi isolati. Più spesso, tali esiti co-emergono come conseguenza di scelte compiute in fasi precedenti del processo di investimento, relative alla selezione dei progetti, alla strutturazione dei diritti di governance, ai sistemi di misurazione adottati e alle modalità di engagement con gli stakeholder chiave (Schlütter et al., 2024; Roor e Maas, 2024).

Queste decisioni iniziali non restano confinate alla fase di ingresso, ma si propagano lungo le fasi successive, origination, due diligence, monitoring ed exit, influenzando in modo congiunto la performance economica, la produzione di impatto e la legittimazione del progetto. È per questo che la letteratura sottolinea come underperformance finanziaria, fallimento d'impatto e rischio reputazionale tendano spesso a manifestarsi insieme, come esiti di uno stesso assetto decisionale.

Alla luce di tali considerazioni, emerge la necessità di spostare l'attenzione analitica dal semplice elenco dei rischi rilevanti alla comprensione della struttura delle relazioni che li legano. Ciò implica interrogarsi non solo su quali rischi siano presenti nel venture capital sociale, ma su quali esercitino un ruolo trainante, quali funzionino da snodi di trasmissione e quali si manifestino prevalentemente come esiti finali del sistema decisionale. In questa prospettiva, il rischio viene interpretato non come una proprietà statica degli investimenti,

ma come un fenomeno dinamico, che evolve nel tempo in funzione delle scelte organizzative, contrattuali e gestionali adottate dai fondi e dalle imprese partecipate. È su questo terreno che si colloca il contributo della presente tesi. L'obiettivo non è soltanto ampliare la conoscenza sui rischi del venture capital sociale, ma proporre un approccio strutturale e integrato alla loro analisi, capace di coglierne le interdipendenze e di fornire indicazioni operative per la gestione del rischio lungo l'intero ciclo di investimento.

Capitolo 3: Gap di letteratura, razionale e ipotesi della ricerca

3.1 Posizionamento teorico dello studio

Questo studio si colloca innanzitutto nella letteratura sul risk management e sulla governance dei sistemi di investimento ibridi, con specifico riferimento al social e impact venture capital. È questo il campo a cui il lavoro intende contribuire in modo principale. La letteratura sull'impact investing è cresciuta molto, ma resta ancora dispersa tra approcci diversi e spesso tratta separatamente i temi della performance finanziaria, dell'impatto e della misurazione (Clarkin e Cangioni, 2016; Schlütter et al., 2024). Per questo motivo, c'è spazio per lavori che leggano il rischio in modo più unitario e più vicino ai reali processi decisionali dei fondi.

Il punto di partenza di questa ricerca è che, nei contesti ibridi, il rischio non può essere considerato come una semplice lista di categorie indipendenti. Nei fondi che operano tra obiettivi finanziari e obiettivi sociali o ambientali, le decisioni nascono infatti da equilibri delicati, nei quali sostenibilità economica, intenzionalità di impatto, vincoli ESG e assetti di governance si influenzano reciprocamente. Anche gli studi sugli investitori a impatto mostrano che, già nelle fasi iniziali di selezione, entrano in gioco insieme dimensioni diverse, come solidità economica, qualità del team e rilevanza del problema sociale affrontato (Block et al., 2021).

In questo senso, il contributo del lavoro non consiste soltanto nell'individuare i principali rischi del social e impact venture capital. Il contributo è soprattutto nel mostrare che questi rischi formano una struttura interdipendente: alcuni si collocano a monte, altri trasmettono effetti lungo il processo, altri emergono come conseguenze nelle fasi successive del ciclo di investimento. Il rischio, quindi, non è letto come un insieme di elementi separati, ma come una architettura decisionale che accompagna screening, due diligence, monitoraggio ed exit.

Il lavoro dialoga anche con altre aree di studio, ma in modo complementare. Dialoga con la letteratura sull'impact investing, perché affronta il problema di come governare investimenti che devono tenere insieme impatto e rendimento (Höchstädter e Scheck, 2015; Schlütter et al., 2024); con gli studi sul decision-making under uncertainty, perché le decisioni vengono prese spesso con informazioni incomplete e con esiti difficili da prevedere; con i contributi sui sistemi complessi, perché i rischi non si sommano semplicemente, ma si combinano e si modificano tra loro; e infine con la letteratura sulle dynamic capabilities, perché una buona gestione del rischio richiede capacità di osservare, interpretare, adattare e riallineare le decisioni nel tempo (Teece, 2018). Da questo punto di vista, gli studi più recenti sulla governance ibrida aiutano a sostenere teoricamente l'idea che, in questi contesti, il problema non sia solo misurare meglio, ma governare meglio relazioni e interdipendenze (Banerjee et al., 2024).

Alla luce di ciò, questo studio si propone di contribuire soprattutto alla comprensione del rischio come fenomeno strutturato, dinamico e relazionale nei sistemi di investimento ibridi. Non offre quindi solo una tassonomia dei rischi, ma una spiegazione di come i rischi si

attivano, si collegano tra loro e si manifestano lungo il ciclo di investimento. È proprio questo spostamento, dalla classificazione dei rischi alla loro struttura, che definisce il posizionamento teorico del lavoro e ne chiarisce il contributo principale.

3.2 Gap di letteratura e spazio di ricerca: verso un approccio strutturale al rischio

Le sezioni precedenti mostrano che la letteratura sul social/impact venture capital ha prodotto un insieme ampio e articolato di tassonomie, metriche e procedure per identificare e discutere il rischio. Tuttavia, emerge con chiarezza un limite ricorrente: tali contributi, pur utili per riconoscere e rendicontare i rischi, risultano meno efficaci nello spiegare come i rischi si influenzino reciprocamente e, di conseguenza, nel supportare la loro gestione lungo l'intero ciclo di investimento, dalla origination alla due diligence, dal monitoring fino all'exit.

Questo limite è coerente con quanto evidenziato dalle principali rassegne sistematiche. Nonostante la rapida crescita del campo, la letteratura sul social/impact venture capital rimane concettualmente frammentata e caratterizzata da una carenza di framework esplicativi unificanti, capaci di collegare categorie di rischio, decisioni operative ed esiti osservabili in una struttura coerente (Höchstädter e Scheck, 2015; Schlütter et al., 2024). In altri termini, sappiamo sempre meglio quali rischi esistono, ma comprendiamo ancora poco come essi si combinino e si propaghino nei processi decisionali concreti.

Un primo elemento di questo gap riguarda il modo in cui i rischi vengono concettualizzati. La letteratura tende a organizzarli per domini, finanziari, ESG e di impatto, ma le dinamiche reali non seguono questa separazione analitica. Nella pratica, un problema che emerge inizialmente come rischio di impatto, ad esempio indicatori deboli o target mal definiti, può tradursi in decisioni finanziarie errate e, successivamente, in criticità reputazionali o di exit. Il limite non è quindi la mancanza di categorie descrittive, bensì l'assenza di strumenti concettuali e metodologici che consentano di rappresentare in modo replicabile catene causali e ruoli sistemici: quali rischi operano come condizioni a monte del sistema decisionale, quali fungono da meccanismi di trasmissione e quali emergono come esiti a valle. Come sottolineato da Schlütter et al. (2024), la letteratura fatica ancora a spiegare in modo integrato come tali dimensioni si combinino nelle decisioni operative.

Un secondo elemento di discontinuità riguarda la relazione tra misurazione dell'impatto e gestione del rischio di impatto. La letteratura più recente ha chiarito che la misurazione è spesso orientata alla rendicontazione e alla legittimazione esterna, mentre è meno integrata nei processi decisionali che consentono di correggere deviazioni e prevenire fallimenti. La rassegna sistematica di Roor e Maas (2024) mostra che questa asimmetria è strutturale: l'impact measurement è diffuso e sempre più sofisticato, ma il suo utilizzo come leva di decision-making rimane limitato. Gli studi più recenti mostrano infatti che i processi decisionali degli impact investors restano in larga parte opachi, differenziati tra tipologie di investitori e costruiti su combinazioni di criteri eterogenei, nei quali impatto, sostenibilità

economica, qualità del team e coerenza strategica vengono valutati congiuntamente (Block et al., 2021; Heinz e Velamuri, 2024).

In questo quadro, una lettura del rischio basata su categorie separate risulta insufficiente, perché non coglie il modo in cui criticità finanziarie, di impatto, ESG e di governance si condizionano reciprocamente. La letteratura sull'impact investing ha già segnalato sia la persistenza di ambiguità concettuali, sia la necessità di comprendere meglio come tali dimensioni si combinino nei processi reali di investimento (Agrawal e Hockerts, 2021; Schlütter et al., 2024). Ne consegue che il social e impact venture capital può essere letto più utilmente come un sistema decisionale complesso, nel quale i rischi non sono additivi ma interdipendenti. Infine, questa prospettiva richiama il ruolo delle capacità organizzative dinamiche. La governabilità del rischio dipende non solo dalla sua identificazione iniziale, ma anche dalla capacità del fondo di apprendere, adattare le proprie valutazioni e riallineare strumenti e decisioni nelle diverse fasi del ciclo di investimento. In questo senso, il contributo della ricerca si colloca all'intersezione tra incertezza decisionale, interdipendenza sistemica e capacità organizzativa di adattamento (Teece, 2018).

Parallelamente, contributi di area management e accounting hanno reso operativo il concetto di impact risk come rischio governabile attraverso presidi organizzativi, controlli su input, comportamenti e output, spostando l'attenzione dai risultati osservati a valle alle scelte che ne determinano la probabilità a monte.

Quando il collegamento tra dati di impatto e decisioni operative è debole, la misurazione rischia di diventare puramente formale, aprendo lo spazio a fenomeni di impact washing. In questa prospettiva, l'impact washing non va interpretato solo come comportamento opportunistico, ma come esito di una architettura decisionale sbilanciata, in cui la disclosure è forte mentre i presidi di gestione del rischio rimangono deboli o asimmetrici rispetto a quelli finanziari. Non a caso, i principali framework istituzionali, come gli Operating Principles for Impact Management e gli OECD-UNDP Impact Standards, insistono esplicitamente sull'integrazione dell'impact management nel ciclo decisionale, includendo anche le scelte di exit.

Un terzo limite riguarda infine gli strumenti utilizzati per prioritizzare i rischi. I framework consolidati di risk management descrivono in modo efficace il processo generale di gestione del rischio, ma forniscono indicazioni limitate su come rappresentare le interdipendenze tra rischi. Nella pratica, questo si traduce spesso nell'uso di strumenti "piatti", come checklist, heat map o scorecard separate per finanza, ESG e impatto. Il limite di tali strumenti non risiede nella loro inutilità, ma nel fatto che trattano i rischi come elementi indipendenti o direttamente confrontabili su una scala comune. In sistemi complessi, tuttavia, la priorità non dipende solo dalla probabilità o dall'impatto diretto di un singolo rischio, ma dalla sua capacità di attivare o amplificare altri rischi nel tempo. Come evidenziato dalla critica di Cox (2008), le matrici probabilità–impatto non sono progettate per supportare decisioni in presenza di catene causali interdipendenti e possono condurre a una allocazione inefficiente delle risorse di mitigazione.

Considerati congiuntamente, questi elementi delineano con chiarezza lo spazio di ricerca della tesi. È necessario un approccio che consenta di esplicitare le relazioni tra rischi, distinguere i diversi ruoli sistemici e produrre output utilizzabili nella governance e nel

decision-making. Le metodologie di modellazione strutturale basate su conoscenza esperta rispondono a questa esigenza. L'Interpretive Structural Modeling consente di costruire una rappresentazione gerarchica dei rischi a partire da relazioni causali validate collettivamente, rendendo visibili livelli e catene di influenza. L'analisi MICMAC permette di classificare i rischi in base al loro potere di influenza e di dipendenza, distinguendo tra driver strutturali, rischi di collegamento e rischi prevalentemente dipendenti.

Poiché le valutazioni esperte sono intrinsecamente soggette a incertezza e gradualità, l'estensione fuzzy consente di rappresentare l'intensità delle relazioni e il disaccordo informativo, superando una logica puramente binaria. Questo rende l'approccio particolarmente adatto a contesti, come social/impact venture capital, in cui molte relazioni non sono direttamente osservabili ma devono essere inferite sulla base dell'esperienza.

In sintesi, lo stato dell'arte consente di identificare e classificare i rischi, di misurare e rendicontare l'impatto e di utilizzare strumenti diffusi di prioritizzazione. Rimane tuttavia scoperta la dimensione più rilevante per la governance: la capacità di rappresentare in modo replicabile l'architettura causale del rischio e di individuare i punti di leva lungo il processo di investimento. La presente tesi risponde a questo gap proponendo un framework strutturale basato sull'integrazione di ISM e MICMAC, con estensione fuzzy, orientato non alla produzione di nuove checklist, ma alla costruzione di una mappa causale dei rischi che supporti decisioni informate su dove intervenire, quando e con quali strumenti. Questo impianto metodologico costituisce il fondamento dei capitoli successivi e prepara l'analisi empirica e applicativa sviluppata nella tesi.

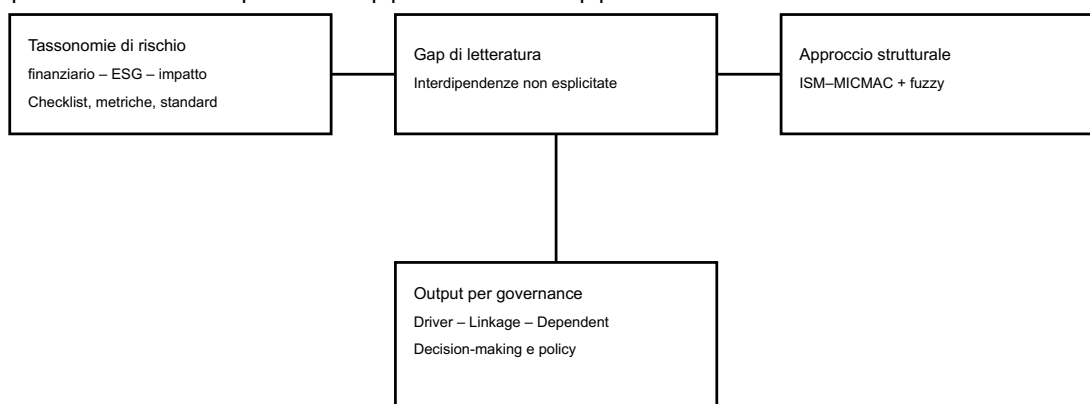


Figura 1: Dallo stato dell'arte al modello della tesi.

La figura sintetizza il percorso logico che dalla letteratura esistente (tassonomie di rischio) conduce all'individuazione del gap concettuale e alla scelta di un approccio strutturale, orientato alla produzione di output utilizzabili in governance e decision-making.

Per rendere esplicito il legame tra i principali filoni della letteratura e lo spazio di ricerca affrontato in questa tesi, la Tabella 1 sintetizza le evidenze consolidate, i limiti individuati e la risposta proposta dal framework adottato.

Ambito della letteratura	Evidenza consolidata	Limite individuato	Spazio di ricerca indirizzato dalla tesi
Tassonomie del rischio (finanziario, ESG, impatto)	Esistono classificazioni articolate e sempre più raffinate dei rischi rilevanti	I rischi sono trattati come categorie parallele o checklist,	Passare da tassonomie descrittive a una architettura del rischio che distingua ruoli

<i>Ambito della letteratura</i>	<i>Evidenza consolidata</i>	<i>Limite individuato</i>	<i>Spazio di ricerca indirizzato dalla tesi</i>
	nel social/impact venture capital	senza una rappresentazione delle interdipendenze causali	sistemici (driver, linkage, dependent)
Impact measurement	Ampia disponibilità di framework, metriche e standard per misurare e rendicontare l'impatto	La misurazione è spesso orientata a reporting e legittimazione più che a decision-making e gestione del rischio	Integrare la misurazione in un modello che ne espliciti il ruolo nella propagazione o mitigazione del rischio
Impact risk e impatti negativi	Crescente attenzione alla probabilità di mancato impatto e agli effetti negativi non intenzionali	Mancanza di modelli che colleghino l'impact risk a scelte di governance e processo	Modellare l'impact risk come rischio strutturale e decisionale, non solo come esito reputazionale
Approcci di prioritizzazione del rischio	Uso diffuso di checklist, heat map e scorecard separate (finanza / ESG / impatto)	Strumenti utili ma statici, incapaci di rappresentare sequenze e catene causali	Utilizzare un approccio strutturale per identificare punti di leva e meccanismi di trasmissione
Governance e decision-making	Evidenza del ruolo di governance, engagement e controlli organizzativi	Ruolo spesso discusso in modo qualitativo o frammentato	Analizzare governance e stakeholder engagement come componenti attive della risk architecture
Metodologie di analisi del rischio	Prevalenza di approcci quantitativi o descrittivi focalizzati su singole variabili	Scarsa attenzione a modelli causali interpretativi e replicabili	Applicare ISM-MICMAC (e fuzzy-MICMAC) per rappresentare relazioni causali e ruoli sistemici

Tabella 1: Gap di letteratura

Dalla rassegna emergono tre limiti ricorrenti. In primo luogo, l'assenza di una architettura causale che consenta di collegare in modo sistematico rischi finanziari, ESG e di impatto all'interno di un unico quadro interpretativo. In secondo luogo, la persistente distanza tra misurazione dell'impatto e gestione dell'impact risk, che porta spesso a un utilizzo dei dati orientato alla rendicontazione piuttosto che al supporto delle decisioni. In terzo luogo, il ricorso a strumenti di prioritizzazione che ordinano i rischi in base a livelli di gravità apparente, senza chiarirne il ruolo strutturale né i meccanismi attraverso cui essi si attivano e si propagano nel tempo.

Questi limiti non sono soltanto di natura operativa, ma riflettono una questione più profonda di impostazione analitica. La letteratura tende infatti a osservare il rischio come una proprietà di singoli fattori o categorie, mentre risulta meno sviluppata una lettura che consideri il rischio come un fenomeno emergente dalle interazioni tra decisioni, assetti organizzativi e contesti operativi. In assenza di tale prospettiva, diventa difficile spiegare perché criticità diverse, finanziarie, di impatto e reputazionali, tendano a manifestarsi congiuntamente e perché interventi correttivi concentrati sugli esiti a valle risultino spesso poco efficaci.

Alla luce di queste evidenze, il capitolo introduce il posizionamento epistemologico e il disegno della ricerca adottati nella tesi. L'obiettivo è chiarire le assunzioni di fondo che guidano l'analisi del rischio come sistema interdipendente, motivare la scelta di un approccio strutturale e interpretativo e definire il percorso attraverso cui la ricerca passa

dalla ricostruzione teorica del problema alla modellazione empirica e alla lettura applicativa sviluppate nei capitoli successivi.

Il problema di ricerca affrontato in questa tesi può, pertanto, essere formulato nei termini seguenti: come sono strutturate le interdipendenze tra rischi finanziari, di impatto ed ESG nel venture capital sociale, e attraverso quali catene decisionali tali rischi si trasformano in esiti congiunti lungo le diverse fasi del processo di investimento? L'obiettivo non è quindi soltanto identificare i rischi rilevanti, ma comprendere quali guidano il sistema, quali ne trasmettono gli effetti e quali emergono come esiti, al fine di individuare leve decisionali concrete capaci di evitare che fragilità iniziali si traducano in fallimenti simultanei di performance finanziaria e di impatto.

A partire da questo inquadramento, nei paragrafi successivi sono definiti in modo esplicito gli obiettivi della ricerca, le domande di ricerca e le ipotesi che guidano l'analisi empirica, chiarendo come l'adozione di metodologie strutturali consenta di rispondere ai limiti individuati nella letteratura esistente.

3.3 Obiettivi, Research Questions e ipotesi

Alla luce del problema di ricerca discusso nella sezione precedente, questa tesi si colloca all'interno di un limite ricorrente della letteratura sul social/impact venture capital (d'ora innanzi "SIVC"): la tendenza a trattare il rischio come un insieme di categorie separate, finanziarie, di impatto ed ESG, oppure come una sequenza di checklist operative, spesso funzionali alla rendicontazione e alla compliance, ma poco informative rispetto al funzionamento effettivo dei processi decisionali.

In risposta a questo limite, l'obiettivo della ricerca è proporre una lettura unitaria e sistemica del rischio nel social/impact venture capital, mostrando come le diverse dimensioni del rischio non agiscano in modo indipendente, ma siano interconnesse e si influenzino reciprocamente nel tempo. In questa prospettiva, il rischio non viene interpretato come una proprietà di singoli fattori o ambiti, bensì come una configurazione emergente dalle scelte compiute lungo il ciclo di investimento.

La tesi si sviluppa lungo due livelli strettamente integrati. La Parte I fornisce il supporto metodologico a questa impostazione, introducendo un approccio strutturale all'analisi del rischio basato sul framework ISM-MICMAC, utilizzato per identificare, ordinare e mettere in relazione i rischi rilevanti emersi dalla letteratura e dall'elicitation di esperti. La Parte II, infine, traduce i risultati del modello in una lettura manageriale applicata al caso alimpact, mostrando come l'architettura del rischio si rifletta concretamente nelle decisioni e negli artefatti organizzativi di un fondo reale.

In particolare, la tesi non mira ad ampliare ulteriormente l'elenco dei rischi già identificati dalla letteratura, ma a chiarire come tali rischi si organizzino all'interno di una struttura coerente. L'attenzione è posta sulla distinzione tra rischi che operano come condizioni "a monte" del sistema decisionale, rischi che fungono da meccanismi di trasmissione e amplificazione e rischi che emergono come esiti "a valle", osservabili in termini di performance finanziaria, risultati di impatto e legittimazione presso gli stakeholder. Questa impostazione consente di comprendere, in modo più utile per la pratica, come decisioni

prese nelle diverse fasi del processo di investimento possano generare esiti congiunti, piuttosto che problemi isolati.

3.3.1 Obiettivi della ricerca

L'obiettivo generale della tesi è analizzare come il rischio si strutturi e si propaghi nel social/impact venture capital, ricostruendo quella che può essere definita un'architettura del rischio. Con questa espressione si intende l'insieme delle relazioni che collegano le decisioni assunte nelle fasi iniziali dell'investimento, i meccanismi organizzativi e decisionali attraverso cui tali decisioni producono effetti nel tempo e i risultati finali osservabili in termini di performance finanziaria, impatto e legittimazione.

Piuttosto che considerare i rischi come elementi isolati, la ricerca mira a comprendere come le scelte effettuate a monte, ad esempio in fase di selezione dei progetti, di strutturazione dell'investimento o di definizione dei sistemi di misurazione, influenzino in modo sistematico ciò che accade nelle fasi successive, contribuendo a generare esiti a valle spesso interdipendenti.

Questo obiettivo generale si articola in quattro obiettivi specifici.

Il primo obiettivo consiste nell'identificare e validare un insieme strutturato di rischi rilevanti per social/impact venture capital. L'attenzione non è rivolta alla semplice enumerazione dei rischi, ma alla loro classificazione in base al ruolo che essi svolgono nel sistema decisionale: rischi di natura strutturale o abilitante, che incidono sulle condizioni di funzionamento del sistema; rischi di trasmissione, che collegano decisioni e risultati nel tempo; e rischi di esito, che si manifestano come performance finanziaria, risultati di impatto o effetti reputazionali. Questa identificazione si fonda sull'integrazione tra la letteratura esistente e un processo strutturato di elicitation di esperti, descritto nella Parte II della tesi.

Il secondo obiettivo è ricostruire le relazioni causali tra i rischi, mostrando come alcune categorie esercitino un'influenza sistematica su altre lungo il ciclo di investimento. In particolare, la tesi intende chiarire come i rischi si attivino e si propaghino nelle diverse fasi operative, origination, due diligence, monitoring ed exit, anziché trattare tali fasi come momenti indipendenti. Questo obiettivo viene perseguito attraverso l'applicazione del framework ISM-MICMAC, che consente di rendere esplicite le dipendenze strutturali tra i rischi.

Il terzo obiettivo riguarda l'analisi del ruolo di specifici meccanismi decisionali e organizzativi, in particolare la governance, la misurazione dell'impatto e lo stakeholder engagement. L'interesse non è descrittivo, ma interpretativo: comprendere in che modo questi elementi possano amplificare il rischio complessivo oppure, al contrario, intercettarlo e gestirlo prima che produca effetti a valle. Questo passaggio rappresenta il raccordo concettuale tra l'architettura del rischio ricostruita nella Parte I e la lettura organizzativa sviluppata nella Parte II.

Il quarto obiettivo è tradurre l'evidenza empirica in implicazioni operative. La tesi mira a fornire indicazioni utilizzabili nella pratica da fondi e progetti di impact investing, chiarendo dove intervenire nel processo decisionale e con quali strumenti, come assetti di governance, strumenti di valutazione e sistemi di monitoraggio, per ridurre la probabilità

che fragilità iniziali si trasformino in fallimenti congiunti di performance finanziaria e impatto.

3.3.2 Research Questions

Coerentemente con gli obiettivi della ricerca, la tesi è guidata da un insieme di Research Questions che mirano a chiarire non solo quali rischi siano rilevanti nel social/impact venture capital, ma soprattutto come tali rischi si organizzino e interagiscano all'interno del processo decisionale.

RQ1: quali sono i principali rischi rilevanti nel social/impact venture capital e come possono essere strutturati in un'architettura sistemica coerente?

Questa domanda nasce dall'evidenza che la letteratura tende a presentare elenchi articolati di rischi trattati come categorie parallele. L'obiettivo è superare approcci puramente descrittivi o per checklist, interrogandosi su come i rischi possano essere ordinati in funzione del ruolo che svolgono nel sistema decisionale.

RQ2: quali relazioni causali e interdipendenze strutturali connettono i rischi finanziari, di impatto ed ESG lungo il processo di investimento?

Questa domanda mira a comprendere come i rischi non si manifestino in modo isolato, ma siano collegati da catene decisionali che attraversano le diverse fasi operative dell'investimento.

RQ3: quali rischi agiscono come driver strutturali del sistema e quali emergono prevalentemente come esiti dipendenti?

L'interesse è rivolto a distinguere tra rischi che esercitano un'influenza causale significativa sugli altri e rischi che tendono a manifestarsi come conseguenze a valle delle scelte e delle interdipendenze strutturali.

RQ4: in che modo governance, misurazione dell'impatto e stakeholder engagement influenzano la propagazione del rischio e la probabilità di esiti congiunti, finanziari e di impatto?

Questa domanda esplora il ruolo dei principali meccanismi decisionali e organizzativi nel modulare la trasmissione del rischio all'interno del sistema.

3.3.3 Ipotesi di ricerca

Sulla base del problema di ricerca delineato e delle evidenze consolidate nella letteratura sul social/impact venture capital, questa tesi formula un insieme di ipotesi esplorative coerenti con un approccio strutturale e sistemico al rischio nel social/impact venture capital. Le ipotesi non mirano a testare relazioni lineari tra singole variabili, ma a verificare configurazioni di interdipendenza e ruoli differenziati dei rischi.

H1 – Centralità dei rischi strutturali.

I rischi associati alla governance strategica, all'allineamento tra obiettivi finanziari e di impatto e alla capacità organizzativa esercitano un'influenza causale significativa sugli altri rischi del sistema, configurandosi come fattori "a monte".

H2 – Ruolo di mediazione dei rischi di collegamento.

I rischi legati alla misurazione dell'impatto e allo stakeholder engagement svolgono una funzione di mediazione, influenzando il modo in cui i rischi strutturali si trasmettono e si amplificano fino a produrre esiti osservabili.

H3 – Co-emergenza degli esiti a valle.

I rischi finanziari, di impatto e reputazionali tendono a manifestarsi come esiti interdipendenti e co-occorrenti, piuttosto che come fallimenti indipendenti.

H4 – Limitata efficacia degli interventi focalizzati a valle.

Interventi concentrati esclusivamente sui rischi dipendenti risultano meno efficaci rispetto a interventi che agiscono sui driver strutturali e sui meccanismi di trasmissione del rischio.

Le Research Questions e le ipotesi formulate richiedono un approccio metodologico capace di analizzare strutture di interdipendenza e catene causali, piuttosto che singole relazioni isolate. Per questo motivo, la tesi adotta un framework metodologico basato sull'integrazione delle metodologie Interpretive Structural Modeling (ISM) e MICMAC analysis, in grado di rappresentare in modo esplicito la gerarchia e il ruolo sistemico dei rischi. Il disegno di ricerca e le procedure adottate sono presentati in dettaglio nei capitoli 4 e 5.

3.4 Contributi attesi

Coerentemente con il problema di ricerca e con l'impostazione adottata, la tesi intende offrire un contributo su tre piani tra loro connessi: teorico, metodologico e manageriale-applicativo. In tutti e tre i casi, l'obiettivo non è introdurre concetti o strumenti del tutto nuovi, bensì ricomporre in modo coerente elementi già presenti nella letteratura e nella pratica del social/impact venture capital, così da renderli leggibili come parti di un medesimo sistema decisionale.

Contributo teorico

Sul piano teorico, la tesi contribuisce al dibattito sul social/impact venture capital proponendo una lettura del rischio come struttura decisionale interdipendente, piuttosto che come insieme di categorie separate o come semplice articolazione del rischio finanziario tradizionale. Sebbene la letteratura riconosca l'esistenza di rischi finanziari, di impatto ed ESG, tali dimensioni sono spesso trattate in parallelo, senza una ricostruzione sistematica delle relazioni che le collegano nel tempo all'interno del processo di investimento.

Il contributo teorico consiste nel mostrare che i rischi tendono a disporsi secondo ruoli differenziati nel sistema decisionale: alcuni operano a monte, condizionando la governabilità dell'investimento; altri agiscono come meccanismi di trasmissione lungo le fasi operative; altri ancora emergono a valle, in termini di performance finanziaria, risultati di impatto e legittimazione presso gli stakeholder. In questa prospettiva, fenomeni quali underperformance finanziaria, difficoltà di exit e mancato raggiungimento dell'impatto non vengono interpretati come eventi indipendenti o come esiti inevitabili di trade-off tra obiettivi diversi, ma come possibili conseguenze di specifiche configurazioni decisionali. La tesi si inserisce così nel filone che interpreta il social/impact venture capital come un contesto decisionale complesso, contribuendo a chiarire il legame strutturale tra governance, misurazione dell'impatto, gestione degli stakeholder e risultati nel tempo.

Contributo metodologico

Sul piano metodologico, la tesi propone un impiego strutturato del framework ISM-MICMAC per l'analisi del rischio nel social/impact venture capital. Sebbene tali metodologie siano già state utilizzate nello studio di sistemi complessi in altri ambiti, la loro applicazione in questo contesto consente di superare approcci prevalentemente descrittivi o centrati su singoli esiti.

Il contributo metodologico risiede nella costruzione di un percorso analitico esplicito e replicabile, che integra revisione della letteratura, expert elicitation e modellazione strutturale delle relazioni tra rischi. Tale impostazione rende osservabili connessioni e ipotesi causali che nella pratica della gestione del rischio rimangono spesso implicite. Inoltre, l'integrazione tra ISM e MICMAC consente di distinguere tra rischi caratterizzati da elevato potere di influenza sul sistema e rischi prevalentemente dipendenti, offrendo una rappresentazione più ordinata della struttura del rischio e una base più solida per l'identificazione delle priorità di intervento.

Il contributo metodologico non riguarda quindi soltanto l'applicazione di uno strumento, ma la costruzione di una procedura analitica capace di tradurre conoscenze qualitative eterogenee in una lettura strutturata delle interdipendenze decisionali.

Contributo manageriale e applicativo

Sul piano manageriale e applicativo, la tesi si rivolge ai fondi e ai veicoli di impact investing che operano in contesti segnati da una forte interdipendenza tra performance finanziaria, obiettivi di impatto ed aspettative ESG. L'assunto di partenza è che molte criticità operative non derivino dall'assenza di strumenti, bensì dal loro utilizzo frammentato, reattivo o non pienamente integrato con le decisioni formali del processo di investimento.

Il contributo applicativo della tesi non consiste nella proposta di nuovi indicatori o framework, ma nel chiarire come strumenti già diffusi, assetti di governance, clausole contrattuali, criteri di valutazione ex ante, sistemi di monitoraggio e pratiche di reporting, possano essere ripensati come leve coerenti all'interno di un disegno decisionale unitario. In particolare, la tesi evidenzia come le decisioni assunte nelle fasi di origination e due diligence condizionino in misura rilevante la governabilità delle fasi successive e come

l'assenza di vincoli espliciti a monte tenda a trasferire il rischio sulle attività di monitoring e sull'exit.

Questa impostazione viene resa operativa attraverso l'analisi del caso alimpact, utilizzato non come semplice best practice, ma come contesto empirico nel quale osservare come i processi decisionali si configurino concretamente e come possano essere riprogettati. In tal senso, il framework ISM-MICMAC viene impiegato non solo come strumento interpretativo ex post, ma anche come supporto al redesign organizzativo e gestionale dei processi di investimento.

Nel complesso, il contributo manageriale della tesi consiste nel rendere maggiormente leggibile e governabile la complessità decisionale del social/impact venture capital, mostrando perché interventi concentrati esclusivamente sugli esiti a valle risultino spesso meno efficaci di un approccio preventivo, strutturale e orientato alle decisioni assunte nelle fasi iniziali.

PARTE I — Metodologia e risultati

Capitolo 4 — Posizionamento epistemologico e disegno della ricerca

Questo capitolo definisce il modo in cui la ricerca affronta il problema individuato nei capitoli precedenti e chiarisce le ragioni per cui le scelte metodologiche adottate risultano coerenti con la natura del fenomeno analizzato. Poiché il rischio nel social/impact venture capital si manifesta come un sistema di interdipendenze che attraversa decisioni, processi organizzativi ed esiti nel tempo, diventa necessario adottare un disegno di ricerca in grado di rendere visibile tale struttura. Ciò implica superare approcci che trattano il rischio come un insieme di categorie isolate o che si limitano a misurazioni puntuali e decontestualizzate. Il punto di partenza è che il problema oggetto di analisi non riguarda la stima di singoli rischi né la verifica di relazioni statistiche circoscritte, bensì l'architettura decisionale che connette le scelte assunte nelle fasi iniziali del processo di investimento agli esiti che emergono a valle. La questione centrale non è stabilire se un rischio sia elevato o contenuto, ma comprendere come i diversi rischi si influenzino reciprocamente, quali svolgano un ruolo di driver strutturali del sistema e quali, invece, emergano come conseguenze delle decisioni prese nelle diverse fasi del ciclo di investimento. Interrogativi di questo tipo richiedono un'impostazione analitica distinta sia dagli studi quantitativi basati su grandi dataset, sia dagli approcci prevalentemente descrittivi fondati su checklist e classificazioni statiche.

Alla luce di queste considerazioni, la ricerca adotta un disegno esplorativo e strutturale, che combina fonti di evidenza differenti e attribuisce un ruolo centrale alla conoscenza esperta. In ambiti come il social/impact venture capital, caratterizzati da elevata complessità, forte eterogeneità dei modelli di business e disponibilità limitata di dati standardizzati, molte relazioni causali rilevanti non sono direttamente osservabili. Esse risultano piuttosto incorporate nelle prassi decisionali, negli assetti di governance e nelle scelte operative quotidiane di fondi e investitori, rendendo necessario un approccio capace di far emergere tali connessioni latenti.

Il capitolo esplicita, pertanto, il posizionamento epistemologico della ricerca e illustra il disegno complessivo, articolato in fasi sequenziali, le fonti informative utilizzate e il razionale alla base della loro integrazione. Vengono inoltre motivate le principali scelte metodologiche, con particolare riferimento all'adozione delle metodologie ISM-MICMAC e alla loro estensione fuzzy, utilizzata per gestire l'incertezza intrinseca nelle valutazioni esperte. In questa sede sono discusse anche le implicazioni di tali scelte in termini di validità, affidabilità e replicabilità dei risultati.

Infine, il capitolo chiarisce il ruolo del caso applicativo alimpact. Il caso non è impiegato per una validazione statistica del modello, ma come contesto empirico attraverso cui mostrare come l'architettura del rischio ricostruita possa essere tradotta in strumenti decisionali, assetti di governance e pratiche operative concrete. In questo senso, il caso funge da ponte tra l'analisi strutturale sviluppata nella Parte I e le implicazioni applicative approfondite nei capitoli successivi.

4.1 Posizionamento epistemologico e logica della ricerca

Il posizionamento epistemologico della ricerca deriva direttamente dalla natura del problema analizzato. Come discusso nei capitoli precedenti, il rischio nel social/impact venture capital non può essere interpretato come un attributo statico né come una sequenza di eventi indipendenti, ma come un fenomeno complesso che emerge dall'interazione tra decisioni strategiche, assetti di governance, pratiche di misurazione e processi operativi. In questo quadro, l'obiettivo della ricerca non è stimare l'effetto medio di una variabile su un'altra, bensì ricostruire la struttura delle interdipendenze che collega, nel tempo, le decisioni assunte a monte agli esiti osservabili a valle.

La tesi si colloca all'interno di una prospettiva realista-critica e causale-interpretativa. Realista, nella misura in cui assume che le relazioni tra i rischi riflettano meccanismi reali che operano nei processi decisionali dei fondi e degli attori coinvolti. Critica e interpretativa, perché tali meccanismi non sono direttamente osservabili attraverso dati quantitativi standardizzati, ma devono essere ricostruiti mediante un'interpretazione informata delle prassi organizzative, delle esperienze decisionali e delle logiche operative degli operatori del settore.

Questa impostazione risulta coerente con la distinzione metodologica tra approcci variance-based, orientati a spiegare relazioni statistiche tra variabili, e approcci process-based e strutturali, focalizzati sulle sequenze decisionali, sui meccanismi causali e sulle configurazioni sistemiche. Nel caso del social/impact venture capital, la questione di fondo non è stabilire se una singola dimensione produca determinati risultati, ma comprendere come specifiche combinazioni di governance, misurazione dell'impatto e gestione degli stakeholder diano origine, nel tempo, a configurazioni di rischio che si manifestano simultaneamente sul piano finanziario, dell'impatto e della legittimazione.

In questa prospettiva, il rischio viene trattato come un'unità di analisi relazionale, il cui significato dipende dalla posizione che esso occupa all'interno del sistema decisionale. Alcuni rischi operano come condizioni strutturali a monte, influenzando la governabilità complessiva degli investimenti; altri agiscono come meccanismi di trasmissione e amplificazione lungo le fasi operative; altri ancora emergono come esiti osservabili a valle. Questa logica rende inadeguati approcci che considerano i rischi come voci indipendenti o semplicemente additive.

La conseguenza metodologica di tale posizionamento è la scelta di strumenti capaci di rendere esplicite le relazioni causali percepite, rappresentare gerarchie e dipendenze tra rischi e integrare giudizi esperti in condizioni di incertezza. La logica della ricerca è pertanto iterativa: la letteratura fornisce una base concettuale iniziale; il processo di elicitation degli esperti consente di validare, affinare e riorganizzare tali elementi; la modellazione strutturale permette infine di rendere esplicita l'architettura causale del sistema. Questo approccio risulta particolarmente appropriato in un campo in evoluzione come il social/impact venture capital, in cui la conoscenza è distribuita tra attori diversi e livelli decisionali differenti.

4.2 Disegno della ricerca

Il disegno della ricerca è costruito per rispondere in modo coerente alle Research Questions e per tradurre il posizionamento epistemologico discusso nella sezione precedente in un percorso analitico esplicito, progressivo e replicabile. La logica complessiva è sequenziale e integrata: ciascuna fase produce un output che diventa l'input della fase successiva, evitando salti concettuali, assunzioni implicite o sovrapposizioni tra livelli di analisi.

Il punto di partenza è una revisione critica della letteratura scientifica e dei principali documenti istituzionali sul social/impact venture capital e sulla gestione del rischio. Questa fase non è orientata alla costruzione di un elenco esaustivo di rischi, ma alla delimitazione di un perimetro concettuale condiviso. In particolare, la revisione consente di chiarire come la letteratura organizza i rischi finanziari, ESG e di impatto, dove tali tassonomie tendano a sovrapporsi e in quali punti emergano lacune esplicative rispetto al funzionamento effettivo dei processi decisionali. L'output di questa fase è un primo insieme strutturato di rischi rilevanti, accompagnato da definizioni operative coerenti e da una distinzione preliminare tra rischi che operano come condizioni strutturali, rischi di trasmissione e rischi di esito.

Su questa base si innesta una fase di elicitation esplorativa con esperti del settore, finalizzata a validare e consolidare l'insieme dei rischi emerso dalla letteratura. Attraverso interviste semi-strutturate, gli esperti sono coinvolti nel verificare la rilevanza pratica dei rischi identificati, nel chiarirne il significato operativo e nel ridurre ridondanze o ambiguità terminologiche. Questa fase svolge una funzione cruciale di raccordo tra il livello teorico e quello decisionale, consentendo di integrare la conoscenza accademica con l'esperienza concreta di chi opera quotidianamente nel social/impact venture capital. Il risultato è un elenco consolidato di rischi condivisi, che riflette sia la letteratura sia la prassi.

Una volta definito l'insieme dei rischi, la ricerca si concentra sulla ricostruzione delle relazioni causali che li collegano. A tal fine viene somministrato un questionario strutturato al panel di esperti, chiedendo di esprimere giudizi sull'esistenza e sulla direzione dell'influenza tra coppie di rischi. I giudizi raccolti sono formalizzati nella Structural Self-Interaction Matrix (SSIM), che rappresenta la base informativa per la modellazione strutturale successiva.

La SSIM costituisce l'input per l'applicazione dell'Interpretive Structural Modeling (ISM), che consente di ricostruire la gerarchia dei rischi e di rendere visibili livelli, catene causali e dipendenze strutturali. In parallelo, l'analisi MICMAC permette di classificare i rischi in base al loro driving power e dependence power, distinguendo tra rischi driver, rischi di collegamento, rischi prevalentemente dipendenti e rischi relativamente autonomi. L'estensione fuzzy di ISM e MICMAC viene adottata per gestire l'incertezza intrinseca dei giudizi esperti e per valutare la robustezza e la stabilità della struttura ottenuta.

L'ultima fase del disegno di ricerca è dedicata all'interpretazione dei risultati e alla loro traduzione in implicazioni operative. L'architettura del rischio ricostruita non viene trattata come un esito puramente descrittivo, ma come una chiave di lettura dei processi decisionali lungo il ciclo di investimento. In questo contesto si colloca il caso applicativo alimpact, utilizzato con una funzione esplicitamente interpretativa e illustrativa. Il caso non è impiegato per una validazione statistica del modello, né come esempio normativo, ma

come contesto reale in cui osservare come l'architettura del rischio emersa possa essere utilizzata per leggere decisioni, assetti di governance e strumenti operativi concreti, e per riflettere su possibili traiettorie di riprogettazione manageriale. Il disegno complessivo della ricerca è sintetizzato in Figura 2.

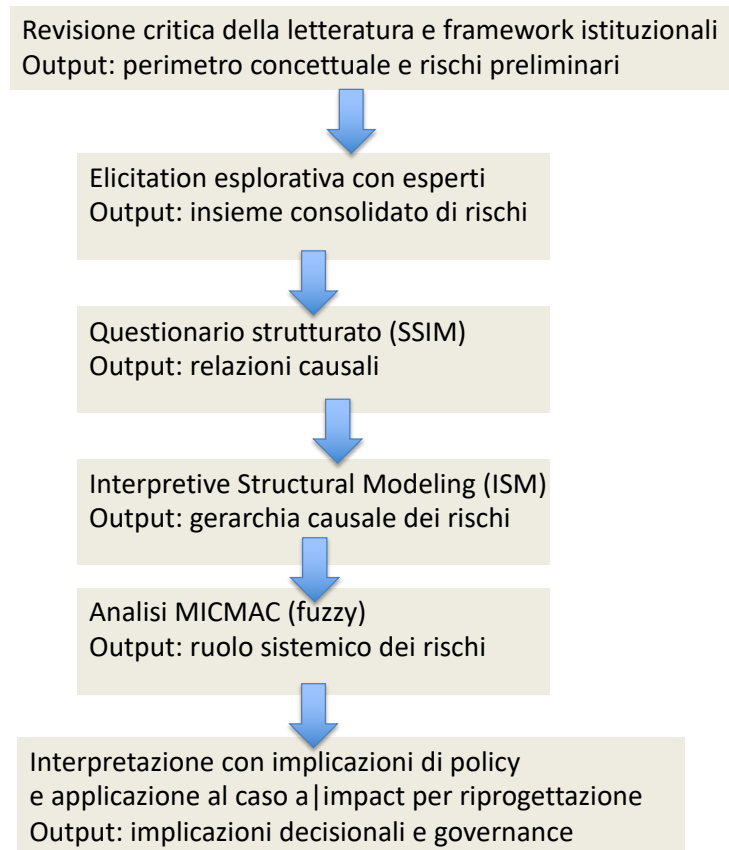


Figura 2: Sintesi del disegno della ricerca

4.3 Fonti dei dati

In coerenza con il disegno di ricerca adottato, la tesi integra fonti di dati secondarie e primarie all'interno di un approccio di tipo mixed. Questa scelta riflette la natura del problema analizzato: la ricostruzione dell'architettura del rischio nel social/impact venture capital richiede sia una base teorica solida, sia l'accesso alla conoscenza pratica incorporata nei processi decisionali di fondi e investitori.

Le fonti secondarie comprendono la letteratura scientifica peer-reviewed e i principali documenti istituzionali e di standard-setting rilevanti per social/impact venture capital, la gestione del rischio e la misurazione dell'impatto. Tali fonti sono utilizzate in modo critico per individuare ricorrenze concettuali, ambiguità definitorie e limiti esplicativi, e costituiscono il punto di partenza per la costruzione di un primo perimetro analitico dei rischi.

Le fonti primarie derivano da un processo strutturato di elicitation di esperti attivi nel social/impact venture capital, condotto tra la seconda metà del 2024 e la prima metà del 2025. Il coinvolgimento degli esperti si è articolato in più momenti, ciascuno con una

funzione distinta nel disegno complessivo della ricerca. In una prima fase esplorativa, precedente alla definizione del set finale dei rischi, sono state condotte interviste semi-strutturate volte a verificare la rilevanza pratica dei rischi individuati in letteratura, chiarirne il significato operativo e raccogliere esempi concreti di criticità emerse lungo il ciclo di investimento. Questa fase ha consentito di affinare il linguaggio, ridurre sovrapposizioni concettuali e delimitare un insieme coerente di rischi rilevanti.

A valle di questo lavoro preliminare, è stato definito l'insieme dei tredici rischi utilizzato come base per l'analisi ISM-MICMAC. Su tale base si è sviluppata una seconda fase di elicitation strutturata, mediante la somministrazione di un questionario volto a raccogliere giudizi sistematici sulle relazioni causali tra i rischi. In questa fase, agli esperti è stato chiesto di valutare l'esistenza e la direzione delle influenze tra coppie di rischi, fornendo l'input necessario alla costruzione della Structural Self-Interaction Matrix (SSIM) e alla successiva modellazione strutturale.

Accanto a questa elicitation trasversale, la ricerca include un approfondimento applicativo sul caso del fondo alimpact. Il caso è stato sviluppato attraverso incontri dedicati con il management del fondo, analisi documentale e interviste qualitative, condotti in parallelo e successivamente alla definizione della struttura dei rischi. Il ruolo del caso non è quello di validare empiricamente il modello in senso statistico, ma di mostrare come l'architettura del rischio ricostruita possa essere utilizzata per interpretare decisioni reali, assetti di governance e strumenti operativi lungo le diverse fasi del processo di investimento.

Nel loro insieme, queste fonti consentono di collegare l'analisi strutturale dei rischi a pratiche decisionali concrete, rafforzando la coerenza tra impianto metodologico, risultati analitici e implicazioni applicative della tesi.

4.3.1 Il panel di esperti e le organizzazioni coinvolte nella raccolta dati

Le organizzazioni coinvolte nello studio operano in ambiti differenti e perseguono mission eterogenee, ma sono accomunate da un orientamento esplicito all'innovazione e alla generazione intenzionale di impatto sociale e ambientale. Il panel di esperti è stato costruito coinvolgendo complessivamente dieci organizzazioni rappresentative di ruoli diversi all'interno dell'ecosistema del social/impact venture capital e della finanza sostenibile, al fine di raccogliere prospettive complementari sulle dinamiche di rischio lungo l'intero ciclo di investimento. Il panel include fondazioni e attori dell'innovazione sociale, gestori e fondi di impact investing, società di gestione orientate ai mercati quotati e alla finanza responsabile, piattaforme territoriali e soggetti di supporto e consulenza.

La prima realtà coinvolta è Fondazione Etica, organizzazione nazionale indipendente senza scopo di lucro fondata nel 2008, impegnata nel rafforzamento di efficienza, trasparenza e responsabilità delle amministrazioni pubbliche attraverso progetti di innovazione sociale e iniziative di rigenerazione di immobili pubblici inutilizzati a beneficio della comunità. Le attività della Fondazione promuovono inclusione, partecipazione e sviluppo territoriale. Per questa organizzazione è stata consultata la Dott.ssa Camilla Turelli, Direttrice della Fondazione, con esperienza in governance, sostenibilità ESG e compliance, che ha fornito

una lettura qualificata dei rischi connessi alla dimensione regolatoria e ai presidi di controllo.

La seconda organizzazione coinvolta è Oltre Impact, primo fondo di impact investing in Italia, fondato nel 2006 e sostenuto da una rete di investitori istituzionali, tra cui Fondo Europeo per gli Investimenti, Cassa Depositi e Prestiti, Intesa Sanpaolo e family office. Il fondo è orientato a investimenti in imprese innovative capaci di affrontare sfide sociali e ambientali e, nel tempo, ha gestito tre veicoli di investimento (2006, 2016 e 2021), accompagnando numerose imprese e realizzando diverse exit. L'esperta coinvolta è la Dott.ssa Maddalena De Liso, CFO e Responsabile ESG, che ha contribuito a integrare in modo operativo la prospettiva finanziaria con quella di impatto e di rendicontazione.

È stato inoltre intervistato Fondo Italiano d'Investimento SGR, società costituita nel 2010 con la missione di supportare la crescita delle PMI italiane attraverso capitale "paziente" e promotrice, nel 2022, di un fondo di fondi dedicato al social/impact venture capital (FOF Impact Investing). Il veicolo è orientato alla generazione di impatto intenzionale e misurabile congiuntamente a rendimenti finanziari, attraverso strategie sia indirette sia dirette, incluse operazioni di co-investimento. Per questa organizzazione ha partecipato il Dott. Luigi Tommasini, Head of Strategic Initiatives e Senior Partner, che ha offerto una prospettiva strategica e di portafoglio utile a interpretare la propagazione dei rischi nelle diverse fasi del ciclo di investimento.

Un ulteriore contributo è stato fornito da Sefea Impact SGR, società di gestione autorizzata da Banca d'Italia nel 2018 e focalizzata su investimenti a impatto con effetti positivi ambientali e sociali. Il primo fondo gestito ha raccolto 41 milioni di euro e investe sia in iniziative del non profit sia nel mondo cooperativo e delle società di capitali. Nel corso degli incontri sono stati discussi casi eterogenei di progetto, dall'inclusione lavorativa alla formazione, dall'agritech a soluzioni tecnologiche per bisogni sociali, che hanno consentito di evidenziare come il rischio di execution, di misurazione e di stakeholder engagement assuma configurazioni differenti in funzione del contesto. Per Sefea ha contribuito il Dott. Mauro Zan, Responsabile Investimenti Area Mercato, con oltre venticinque anni di esperienza in private equity, banking e corporate finance, affiancato nella seconda fase dalla Dott.ssa Gaia Giombelli, Analista ESG e di impatto fino a gennaio 2025, con competenze specifiche nella valutazione e nel monitoraggio dell'impatto.

È stata inoltre coinvolta Fondazione Social Venture Giordano Dell'Amore, ente nato nel 2017 e operante come braccio di Fondazione Cariplo per la promozione dell'impact investing e dell'innovazione sociale, attraverso investimenti diretti e indiretti, programmi di capacity building e iniziative di empowerment. La Fondazione presenta una traiettoria consolidata di analisi e supporto a progetti e imprese sociali; nel confronto sono emersi elementi rilevanti per interpretare i rischi legati alla selezione, al rafforzamento organizzativo e alla scalabilità dei modelli a impatto. Gli esperti consultati sono stati il Dott. Edoardo Nicolini, membro del team operativo area finanza, e il Dott. Marco Gerevini,

Consigliere Delegato, intervistati separatamente, offrendo una lettura integrata tra profilo operativo e governance.

Nel panel rientra anche Torino Social Impact, piattaforma collaborativa che aggrega numerosi enti pubblici e privati con l'obiettivo di promuovere l'ecosistema locale dell'innovazione e degli investimenti a impatto. Pur non operando come investitore diretto, la piattaforma svolge un ruolo di abilitazione e monitoraggio dell'ecosistema e di supporto agli investitori, ed è soggetto promotore del progetto della Borsa dell'Impatto Sociale, iniziativa volta a creare un mercato finanziario dedicato alle imprese a impatto e ad ampliare l'accesso a canali di finanziamento e liquidità. Per questa organizzazione ha partecipato la Dott.ssa Laura Cosa, Project Manager sui progetti di finanza a impatto.

Un ulteriore punto di vista è stato offerto da IMPact SGR, società di gestione del risparmio specializzata in strategie di impact investing sui mercati quotati, che integra la valutazione degli effetti positivi e negativi delle aziende su persone e ambiente nei processi decisionali di investimento, fornendo servizi a investitori istituzionali e family office. L'esperto consultato è stato il Dott. Mattia Arrighi, Senior Sustainability Data Analyst, che ha contribuito ad approfondire il ruolo dei dati, delle metriche e delle dimensioni ESG nell'analisi e nella gestione del rischio.

È stata inoltre coinvolta Etica Sgr S.p.A., società di gestione italiana specializzata in fondi sostenibili e responsabili, con applicazione di criteri ESG e con iniziative orientate alla promozione della finanza etica e al sostegno di progetti a impatto ambientale e sociale. Per Etica Sgr sono stati intervistati il Dott. Marco Carlizzi, Presidente e Consigliere Indipendente, e il Dott. Paolo Capelli, Risk Manager, che hanno fornito contributi rilevanti in relazione ai presidi di rischio in chiave di governance, selezione e controllo.

Il panel include anche SocialFare, centro per l'innovazione sociale con sede a Torino, attivo nello sviluppo di soluzioni innovative attraverso attività di ricerca, co-progettazione e programmi di accelerazione per startup a impatto, affiancati da un fondo seed dedicato. Per SocialFare ha contribuito la Dott.ssa Claudia Del Monte, Investment Analyst, offrendo una lettura congiunta degli aspetti finanziari e di impatto nelle fasi iniziali dei progetti.

Infine, è stata coinvolta Avanzi S.p.A. Società Benefit, società indipendente attiva dal 1997 nei campi della sostenibilità e dell'innovazione sociale, con attività che spaziano dalla consulenza al cambiamento sostenibile alla valutazione dell'impatto, fino a iniziative di incubazione e venture capital sostenibile. L'incontro con Avanzi ha avuto, oltre alla funzione di raccolta dati, una finalità specifica di analisi e interpretazione dei risultati finali della ricerca e di costruzione del caso applicativo, e ha coinvolto il Dott. Matteo Bartolomeo, CEO della società.

Alla raccolta dei dati ha contribuito inoltre QuantyX Advisors s.r.l., organizzazione attiva nella gestione del rischio e nella valutazione di asset per fondi di investimento alternativi,

nella persona del Dott. Prosperino Brandi, Junior Partner. Gli incontri con il Dott. Brandi hanno supportato anche l'esame critico degli output conclusivi della metodologia ISM-MICMAC.

Nel loro insieme, la varietà di organizzazioni e profili manageriali coinvolti consente di ancorare l'analisi a punti di osservazione differenti, investimento, governance, risk management, misurazione e gestione dell'impatto, sviluppo dell'ecosistema, mantenendo al tempo stesso una coerenza di fondo rispetto all'oggetto della ricerca: comprendere come i rischi si attivino e si propaghino come sistema e quali presidi decisionali risultino rilevanti per governarli.

Organizzazione	Settore / Ruolo nell'ecosistema	Esperto	Ruolo
Fondazione Etica	Fondazione / Innovazione PA	Camilla Turelli	Direttrice
Oltre Impact	Fondo impact PE/VC	Maddalena De Liso	CFO e ESG Manager
Fondo Italiano d'Investimento SGR	Fondo-of-Funds / PE	Luigi Tommasini	Head Strategic Initiatives
Sefea Impact SGR	SGR impact	Mauro Zan	Head of Investments
Sefea Impact SGR	SGR impact	Gaia Giombelli	ESG e Impact Analyst
Fondazione Social Venture GDA	Fondazione / Impact investing	Edoardo Nicolini	Area Finanza
Fondazione Social Venture GDA	Fondazione / Governance	Marco Gerevini	Consigliere Delegato
Torino Social Impact	Ecosistema territoriale	Laura Cosa	Project Manager
IMPact SGR	SGR mercati quotati	Mattia Arrighi	Senior Sustainability Analyst
Etica Sgr	SGR SRI	Marco Carlizzi	Presidente / Consigliere
Etica Sgr	SGR SRI	Paolo Capelli	Risk Manager
SocialFare	Incubatore / Seed impact	Claudia Del Monte	Investment Analyst
Avanzi	Advisory sostenibilità	Matteo Bartolomeo	CEO
QuantyX Advisors s.r.l.	Risk e asset valuation	Prosperino Brandi	Junior Partner

4.4 Strategia di elicitation degli esperti

L'utilizzo dell'elicitation degli esperti è motivato dalla natura stessa del fenomeno oggetto di analisi. Nel social/impact venture capital, molte delle relazioni causali rilevanti tra rischi non sono direttamente osservabili attraverso dati quantitativi standardizzati, né emergono in modo lineare da indicatori finanziari o di impatto. Tali relazioni sono piuttosto incorporate nelle prassi decisionali, negli assetti di governance e nelle modalità operative con cui fondi e investitori affrontano le diverse fasi del ciclo di investimento. L'accesso a questa conoscenza richiede quindi un approccio che valorizzi l'esperienza diretta degli attori coinvolti nei processi decisionali.

Gli esperti sono selezionati in base alla loro esperienza concreta nelle fasi di origination, due diligence, monitoring ed exit, così da coprire l'intero ciclo di investimento e cogliere come i rischi si attivino e si trasformino nel tempo. La strategia di elicitation è articolata in due fasi tra loro complementari, progettate per ridurre ambiguità interpretative e rafforzare la coerenza degli input utilizzati nella modellazione strutturale.

La prima fase ha carattere esplorativo ed è finalizzata a validare l'elenco dei rischi emerso dalla letteratura, chiarirne il significato operativo e armonizzare il linguaggio utilizzato.

Attraverso interviste semi-strutturate, gli esperti contribuiscono a verificare la rilevanza pratica dei rischi individuati, a segnalare eventuali sovrapposizioni o ridondanze e a precisare le modalità attraverso cui tali rischi si manifestano nelle decisioni reali. Questa fase consente di costruire una base concettuale condivisa, riducendo il rischio che i successivi giudizi strutturati riflettano differenze terminologiche piuttosto che divergenze sostanziali.

La seconda fase ha carattere strutturato ed è orientata alla ricostruzione delle relazioni causali tra i rischi. In questa fase, agli esperti viene richiesto di esprimere giudizi sull'esistenza e sulla direzione dell'influenza tra coppie di rischi, con riferimento al funzionamento del sistema decisionale nel suo complesso. I giudizi raccolti costituiscono l'input per la costruzione della Structural Self-Interaction Matrix (SSIM), che rappresenta il passaggio chiave dalla conoscenza qualitativa alla modellazione strutturale.

Per gestire l'incertezza intrinseca dei giudizi esperti e ridurre il rischio di forzature interpretative, la ricerca adotta scale linguistiche e un'estensione fuzzy delle metodologie ISM-MICMAC. Questo consente di rappresentare le relazioni causali in modo graduale, anziché binario, e di tenere conto di livelli diversi di convinzione o accordo tra gli esperti. La composizione eterogenea del panel, la separazione tra fase esplorativa e fase strutturata e le successive analisi di robustezza contribuiscono a mitigare i principali bias associati a questo tipo di approccio, rafforzando l'affidabilità dei risultati.

Nel complesso, la strategia di elicitation è concepita non come una mera raccolta di opinioni, ma come un processo strutturato di costruzione condivisa della conoscenza, coerente con l'obiettivo della tesi di rendere esplicita l'architettura causale del rischio nel social/impact venture capital. Il flusso complessivo della strategia di elicitation è sintetizzato in Figura 3.

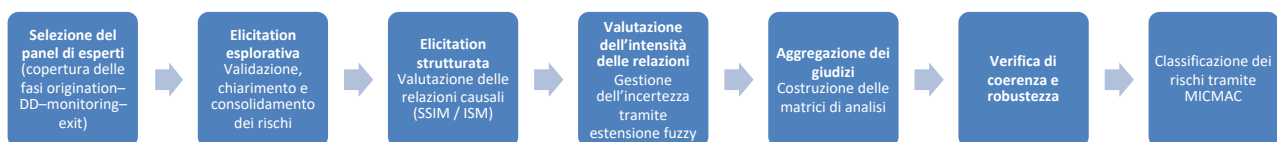


Figura 3: Flusso della strategia di elicitation degli esperti

4.4.1 Criteri di selezione degli esperti e logica di campionamento

La selezione degli esperti non è stata orientata a ottenere una rappresentatività statistica dell'intero settore del social e impact venture capital. L'obiettivo del campionamento è stato invece quello di costruire una copertura ragionata delle posizioni decisionali rilevanti per l'analisi del rischio lungo il ciclo di investimento. Per questa ragione, è stato adottato un campionamento intenzionale (purposive sampling), coerente con la natura esplorativa e strutturale della ricerca.

La scelta del numero di esperti non risponde quindi a una logica di ampiezza campionaria in senso statistico, ma a un criterio di rilevanza informativa. In particolare, il panel è stato costruito in modo da includere soggetti in grado di offrire punti di vista differenti ma

complementari sulle principali fasi del processo di investimento, così da rendere osservabili non solo i singoli rischi, ma anche le loro interdipendenze.

La composizione del panel ha perseguito due obiettivi. Il primo è stato quello di garantire la presenza di profili con esperienza diretta nelle diverse fasi del ciclo di investimento, incluse origination, screening, due diligence, strutturazione dell'operazione, monitoring, gestione della relazione con l'investee ed exit. Il secondo è stato quello di assicurare una sufficiente eterogeneità di ruoli e di collocazioni organizzative, includendo soggetti operanti, ad esempio, in fondi, società di gestione, centri di innovazione, advisory, consulenza e funzioni di risk management. In questa ricerca, la varietà delle posizioni osservate è stata considerata più rilevante della numerosità del panel, poiché l'obiettivo non era misurare la distribuzione delle opinioni nel settore, ma ricostruire in modo strutturato le relazioni tra fattori di rischio a partire da posizioni decisionali informate.

Il panel deve pertanto essere inteso come informativamente rilevante, ma non come statisticamente rappresentativo. La sua adeguatezza deriva dalla capacità di coprire in modo ragionato i nodi decisionali del fenomeno analizzato, non dalla pretesa di riflettere proporzionalmente l'intera popolazione degli operatori del settore. In questo senso, la logica di selezione è coerente con l'obiettivo della ricerca: non produrre inferenze statistiche sull'universo del social e impact venture capital, ma sviluppare una modellazione strutturale delle interdipendenze tra rischi fondata su giudizi esperti qualificati.

Particolare attenzione è stata inoltre dedicata alla riduzione dei possibili bias individuali e di gruppo. A questo fine, il processo di elicitation è stato articolato in una fase iniziale esplorativa e in una successiva fase strutturata; i giudizi sono stati raccolti attraverso una procedura guidata e uniforme; ed è stata mantenuta una distinzione tra il momento di emersione qualitativa dei fattori di rischio e il momento della loro valutazione strutturata. Questa impostazione ha consentito di limitare, per quanto possibile, effetti di dominanza, conformismo, ambiguità terminologica e sovrapposizione tra esperienza personale e valutazione del sistema nel suo complesso.

In sintesi, la logica di campionamento adottata risponde a un criterio di copertura teoricamente e operativamente rilevante delle posizioni decisionali, più che a un criterio di rappresentatività statistica. Tale scelta è coerente con la finalità della ricerca e con la natura del framework ISM–MICMAC, che richiede giudizi esperti informati e differenziati per ricostruire la struttura delle relazioni tra rischi, piuttosto che una base campionaria ampia in senso quantitativo.

4.5 Scelte metodologiche: ISM–MICMAC ed estensione fuzzy

Le metodologie ISM–MICMAC sono adottate in quanto pienamente coerenti con la natura della domanda di ricerca affrontata in questa tesi. L'obiettivo non è stimare effetti marginali tra variabili né identificare semplici correlazioni statistiche, ma ricostruire come i rischi si organizzano all'interno di un sistema decisionale, individuando quali svolgano un ruolo strutturale di guida e quali emergano come esiti a valle del processo di investimento.

L'Interpretive Structural Modeling (ISM) consente di costruire una rappresentazione gerarchica dei rischi a partire da giudizi esperti sulle relazioni causali, rendendo esplicite le

catene decisionali che collegano le scelte assunte nelle fasi iniziali del ciclo di investimento agli esiti osservabili in termini di performance finanziaria, risultati di impatto e legittimazione. In questo senso, l'ISM non si limita a ordinare i rischi, ma fornisce una mappa interpretativa delle dipendenze strutturali che caratterizzano il sistema.

L'analisi MICMAC integra tale rappresentazione classificando i rischi in base al loro potere di influenza e al loro grado di dipendenza. Questa classificazione consente di distinguere tra rischi che operano come driver del sistema, rischi di collegamento e rischi prevalentemente dipendenti, producendo categorie che risultano direttamente leggibili e utilizzabili anche in chiave di governance e priorità decisionali.

L'estensione fuzzy viene introdotta per affrontare l'incertezza intrinseca dei giudizi esperti. In contesti come social/impact venture capital, molte relazioni causali non sono osservabili in modo diretto e difficilmente possono essere ridotte a valutazioni dicotomiche. L'approccio fuzzy consente di evitare codifiche binarie forzate, preservare la gradualità dei giudizi e valutare la stabilità della struttura emersa rispetto a variazioni nelle valutazioni espresse. L'obiettivo non è aumentare la complessità formale del modello, ma rafforzarne la robustezza interpretativa e la credibilità analitica.

La costruzione progressiva del framework metodologico adottato è illustrata in Figura 4, mentre il contributo specifico dell'approccio fuzzy nella gestione dell'incertezza dei giudizi esperti è sintetizzato in Figura 5.

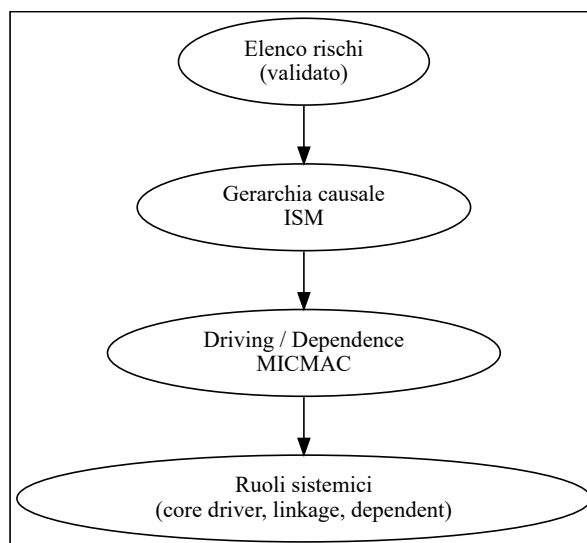


Figura 4: Costruzione progressiva del modello ISM-MICMAC

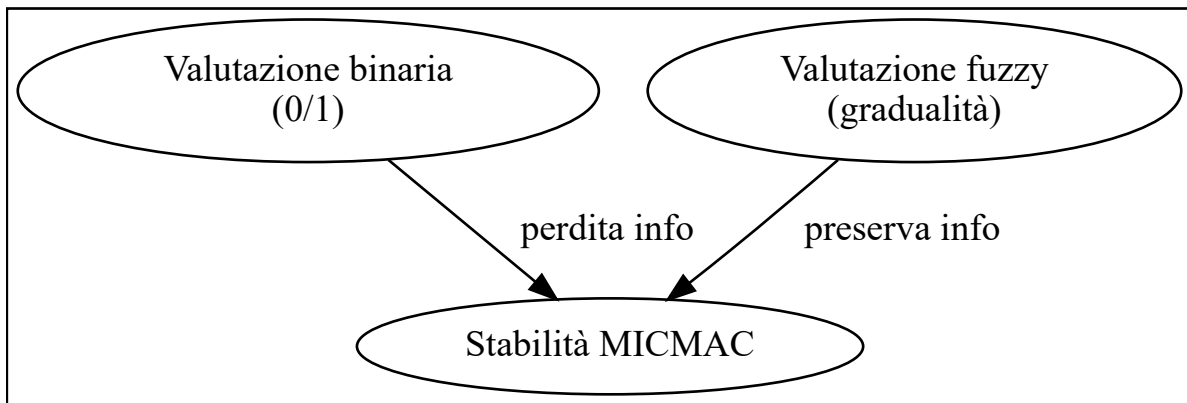


Figura 5: Ruolo dell'approccio fuzzy nella gestione dell'incertezza valutativa

4.5.1 Validità, affidabilità e replicabilità

Le scelte metodologiche adottate in questa ricerca richiedono di distinguere chiaramente tra validità analitica, validità esterna e replicabilità. Tale distinzione è particolarmente rilevante in uno studio che non mira a produrre inferenze statistiche sull'intero universo del social e impact venture capital, ma a ricostruire in modo strutturato le relazioni tra fattori di rischio in un contesto decisionale complesso.

La validità analitica riguarda la coerenza interna del percorso di ricerca e la robustezza della struttura interpretativa proposta. In questo studio, essa dipende dalla costruzione progressiva della long list dei rischi a partire dalla letteratura, dalla sua successiva validazione attraverso il confronto con gli esperti, dalla costruzione della SSIM, dai controlli di coerenza e dalla triangolazione tra ISM, MICMAC standard e fuzzy-MICMAC. La solidità del modello deriva quindi dalla coerenza complessiva tra definizione del problema, selezione dei fattori, expert elicitation e modellazione delle interdipendenze.

La validità esterna riguarda la possibilità di estendere i risultati oltre il contesto specifico analizzato. In questo caso, i risultati non sono generalizzabili in senso statistico all'intero universo del social e impact venture capital, poiché la ricerca non si basa su un campione rappresentativo in senso quantitativo. Tuttavia, essa offre una forma di generalizzabilità analitica, nella misura in cui propone una logica interpretativa trasferibile ad altri contesti caratterizzati da obiettivi ibridi, interdipendenza tra dimensioni finanziarie e di impatto e centralità delle scelte di governance.

La replicabilità riguarda la possibilità di riprodurre il processo di ricerca come procedura. Sotto questo profilo, il disegno adottato è replicabile, poiché rende esplicite le principali fasi del percorso analitico: revisione della letteratura, costruzione della long list, selezione del panel, expert elicitation, costruzione della SSIM, applicazione di ISM, MICMAC e fuzzy-MICMAC, e interpretazione dei risultati. In questo senso, il framework offre un disegno analitico trasferibile e riapplicabile in contesti diversi, purché venga mantenuta coerenza tra obiettivo della ricerca, criteri di selezione del panel e logica di modellazione. Al tempo stesso, la replicabilità della procedura non implica l'identità dei risultati. In applicazioni differenti possono variare la gerarchia dei rischi, il peso dei driver, la collocazione dei linkage factors e il profilo dei rischi prevalentemente dipendenti. Tali differenze non

rappresentano un limite del framework, ma un esito atteso della sua applicazione in contesti caratterizzati da configurazioni istituzionali, organizzative e regolatorie differenti.

Il capitolo 4 ha definito il posizionamento epistemologico della ricerca e illustrato il disegno metodologico complessivo, chiarendo perché l'analisi del rischio nel social/impact venture capital richieda un approccio strutturale, interpretativo e fondato sulla conoscenza esperta. È stato mostrato come il rischio, in questo contesto, non possa essere compreso attraverso misurazioni isolate o categorie indipendenti, ma debba essere analizzato come un sistema di interdipendenze che collega decisioni prese a monte ed esiti osservabili a valle. In tale prospettiva, l'adozione delle metodologie ISM–MICMAC, integrate con un'estensione fuzzy, è risultata coerente con l'obiettivo di rendere esplicite le relazioni causali tra i rischi e di distinguerne i ruoli sistemici lungo il ciclo di investimento.

Il successivo capitolo 5 entra ora nel dettaglio operativo della metodologia adottata. Il capitolo descrive in modo puntuale e sequenziale le fasi della procedura di analisi, dalla costruzione dell'insieme dei rischi rilevanti alla formalizzazione delle relazioni causali, fino alla generazione degli output strutturali del modello, inclusi la Structural Self-Interaction Matrix, la reachability matrix, la gerarchia ISM e la classificazione MICMAC. L'obiettivo è rendere trasparente il percorso metodologico seguito e fornire al lettore tutti gli elementi necessari per comprenderne la logica e la replicabilità.

Capitolo 5 — Applicazione della metodologia ISM-MICMAC e risultati ottenuti

5.1 Logica sequenziale del percorso metodologico di ricerca

Il percorso metodologico adottato nella ricerca è di tipo mixed e sequenziale, in quanto integra in modo strutturato fonti secondarie e fonti primarie all'interno di una pipeline in cui ciascuna fase produce un output che alimenta la fase successiva. Questa impostazione risponde a un'esigenza sostanziale della ricerca: la costruzione di un modello strutturale dei rischi nel social/impact venture capital richiede, da un lato, una base concettuale condivisa e, dall'altro, informazioni interpretative sulle relazioni causali che non sono direttamente osservabili nei dati quantitativi standardizzati.

La ricerca secondaria costituisce il punto di avvio del percorso. Attraverso una procedura di elicitation degli esperti coinvolti nella ricerca esperta e consolidamento iterativo, vengono individuati i rischi ricorrenti discussi nell'ambito del social/impact venture capital, della finanza sostenibile e del risk management. L'obiettivo di questa fase non è assegnare priorità né stimare relazioni causali, ma costruire un insieme iniziale di variabili formulate in modo coerente, comparabile e utilizzabile in un processo di analisi strutturata. In questa fase, i rischi sono trattati come elementi potenzialmente rilevanti del sistema, senza introdurre gerarchie o legami causali a priori.

Su questa base concettuale si innesta la ricerca primaria, che svolge una funzione di integrazione, validazione e raffinamento. Il coinvolgimento diretto degli esperti è centrale perché molte delle relazioni tra rischi, in particolare quelle che collegano decisioni di governance, scelte di misurazione, performance operative ed esiti di impatto, non emergono in modo esplicito dalla sola letteratura, ma sono incorporate nelle prassi decisionali e negli assetti organizzativi dei fondi. L'elicitation consente quindi di trasformare conoscenza tacita ed esperienza decisionale in input strutturati per la modellazione.

Il disegno metodologico è esplicitamente sequenziale. In una prima fase, gli esiti della ricerca secondaria sono utilizzati per costruire un elenco preliminare dei rischi e per progettare gli strumenti di elicitation, inclusa la traccia delle interviste e il questionario strutturato. In una fase successiva, la ricerca primaria consente di validare e consolidare l'insieme dei rischi e di raccogliere giudizi sistematici sulle relazioni di influenza tra di essi. Tali giudizi non riguardano la semplice presenza o assenza di un legame causale, ma la percezione esperta della direzione e della rilevanza dell'influenza tra coppie di rischi lungo il ciclo di investimento.

Poiché queste valutazioni riflettono processi complessi, osservati da punti di vista differenti e caratterizzati da incertezza intrinseca, l'informazione raccolta presenta inevitabilmente un grado di gradualità e variabilità interpretativa. Per questa ragione, i giudizi costituiscono l'input diretto per la costruzione della Structural Self-Interaction Matrix, ma sono trattati mediante scale linguistiche e una codifica fuzzy, al fine di evitare forzature binarie e preservare l'informazione qualitativa incorporata nelle valutazioni degli esperti. Questo consente di rappresentare in modo più fedele l'intensità percepita delle relazioni causali e

di valutare la robustezza della struttura risultante nelle successive fasi di applicazione delle metodologie ISM–MICMAC.

Un elemento qualificante del percorso è la presenza di retroazioni controllate tra le fasi. I risultati dell’elicitation possono condurre a riformulazioni, accorpamenti o esclusioni di rischi inizialmente individuati nella letteratura, evitando che il modello finale rifletta ambiguità terminologiche o sovrapposizioni concettuali. Questo movimento iterativo consente di mantenere coerenza interna tra la definizione delle variabili e la stima delle relazioni causali, rafforzando la solidità interpretativa del modello.

Dal punto di vista operativo, la logica sequenziale consente di evitare due criticità ricorrenti. La prima è sollecitare giudizi esperti su relazioni tra variabili poco definite o concettualmente ambigue. La seconda è cristallizzare nel modello rischi che la pratica considera marginali o ridondanti solo perché ampiamente citati in letteratura. Il protocollo adottato bilancia questi rischi rendendo esplicite le fasi, i criteri decisionali e i passaggi di validazione.

Nel complesso, il percorso metodologico non è concepito come una procedura ad hoc per un singolo caso, ma come un protocollo replicabile e adattabile a contesti differenti, caratterizzati da insiemi di rischi, settori o panel di esperti diversi. Le fasi del metodo, i relativi input, gli strumenti utilizzati e gli output prodotti sono sintetizzati in Tabella 4.1, che documenta in modo trasparente l’intera pipeline metodologica adottata nella ricerca.

Fase	Obiettivo	Input	Strumenti	Output
Ricerca secondaria	Identificare l’insieme iniziale dei rischi rilevanti nel social/impact venture capital	Framework istituzionali e di standard-setting	Procedura di elicitation degli esperti coinvolti	Long list dei rischi (n = 26)
Classificazione concettuale preliminare	Orientare la lettura teorica dei rischi e preparare l’analisi strutturale	Long list dei rischi	Analisi concettuale e interpretativa	Prima distinzione tra rischi a monte, di collegamento e a valle
Costruzione della short list	Ridurre il numero dei rischi preservando la struttura concettuale del sistema	Long list; interviste esplorative con esperti	Criteri espliciti di selezione, accorpamento e riformulazione	Insieme finale dei rischi (n = 13)
Elicitation strutturata	Raccogliere giudizi esperti sulle relazioni causali tra i rischi	Insieme finale dei rischi	Questionario strutturato; scale linguistiche; codifica fuzzy	Structural Self-Interaction Matrix (SSIM)
Interpretive Structural Modeling (ISM)	Ricostruire la gerarchia causale e le catene decisionali tra i rischi	SSIM	Matrice di raggiungibilità; livellizzazione	Definizione dei livelli gerarchici ISM
Analisi MICMAC	Classificare i rischi in base al loro ruolo sistemico	Matrice di raggiungibilità	Analisi driving power / dependence power	Classificazione dei rischi in driver, linkage e dependent

Fase	Obiettivo	Input	Strumenti	Output
Interpretazione strutturale	Tradurre i risultati del modello in meccanismi interpretabili	Output MICMAC	ISM- Analisi qualitativa e lettura incrociata dei risultati	Identificazione delle traiettorie di rischio (blocchi interpretativi)

Tabella 2: Pipeline metodologica della ricerca

5.2 Identificazione e validazione dell'elenco dei rischi (long list)

L'identificazione e la definizione dell'elenco dei rischi costituiscono un passaggio centrale del protocollo metodologico adottato, poiché l'intero processo di modellazione strutturale si fonda sulla qualità e sulla coerenza di queste variabili. Nell'impostazione seguita, i rischi non sono trattati come eventi isolati né come semplici categorie descrittive, ma come elementi di un sistema causale interdipendente. Di conseguenza, la chiarezza concettuale con cui ciascun rischio viene definito incide direttamente sulla solidità delle relazioni stimate, sulla costruzione delle gerarchie tramite ISM e sulla successiva classificazione dei ruoli sistemici attraverso MICMAC.

La costruzione dell'elenco dei rischi segue una logica intenzionalmente semplice e sequenziale. In una prima fase viene individuato un insieme ampio di rischi rilevanti sulla base della letteratura scientifica e dei principali framework istituzionali in materia di impact investing, sostenibilità e gestione del rischio. In una fase successiva, tale insieme viene sottoposto a un processo di raffinamento e validazione con il supporto degli esperti coinvolti nella ricerca, al fine di ridurre ambiguità terminologiche, sovrapposizioni concettuali e ridondanze.

L'obiettivo non è costruire un catalogo esaustivo di tutti i rischi potenzialmente associabili al social/impact venture capital, ma definire un insieme finito, chiaro e operativamente riconoscibile di rischi che risulti adeguato alla modellazione strutturale. In particolare, ciascun rischio incluso nell'elenco deve soddisfare tre condizioni: essere comprensibile sul piano operativo, essere effettivamente rintracciabile nelle pratiche decisionali dei fondi a impatto e presentare un potenziale di interazione con altri rischi, in termini di influenza o dipendenza.

5.2.1 Procedura di costruzione della long list basata su elicitation iterativa e triangolazione su fonti secondarie

La costruzione della long list dei rischi (n = 26) non è stata basata su una revisione sistematica della letteratura, ma su un processo di elicitation induttiva e di consolidamento iterativo della conoscenza esperta. Questa scelta metodologica risponde a precise caratteristiche dell'oggetto di studio e agli obiettivi della ricerca.

La letteratura accademica che affronta in modo esplicito i rischi di gestione dei fondi di social impact venture capital è, allo stato attuale, limitata e frammentata. I contributi disponibili tendono a concentrarsi su singole dimensioni, finanziaria, sociale o ESG, oppure su strumenti specifici, come la misurazione dell'impatto, la governance o la disclosure,

senza ricostruire i rischi come fenomeni operativi integrati lungo l'intero ciclo di investimento. Inoltre, molti dei rischi rilevanti per i fondi non emergono come categorie teoriche formalizzate, ma come problemi pratici incorporati nelle decisioni quotidiane di selezione, strutturazione, monitoraggio ed exit. Coerentemente con l'obiettivo della ricerca, che è comprendere il funzionamento dei rischi nella pratica decisionale piuttosto che ricostruire uno stato dell'arte concettuale, la long list è stata quindi costruita a partire dall'esperienza diretta degli operatori.

Il processo si è articolato in una sequenza di fasi successive, che ha consentito di passare da un insieme ampio e non filtrato di criticità a un elenco stabile, non ridondante e adatto alla modellazione strutturale.

La prima fase è stata dedicata all'elicitation esplorativa dei rischi, con l'obiettivo di far emergere il più ampio spettro possibile di criticità percepite nella gestione dei fondi a impatto. A questo scopo sono state condotte interviste esplorative semi-strutturate con esperti del settore, tra cui fund manager, investment manager, advisor e profili con responsabilità su impact management e governance. Le interviste non erano orientate a validare categorie predefinite, ma a stimolare una narrazione concreta dei problemi incontrati nella pratica. Gli esperti sono stati invitati a fare riferimento a episodi, decisioni critiche, fallimenti parziali e tensioni ricorrenti lungo le diverse fasi del ciclo di investimento, dall'origination alla due diligence, dal monitoring fino all'exit. L'output di questa fase è stato un elenco grezzo e volutamente ridondante di rischi, espresso nel linguaggio degli operatori, caratterizzato da etichette multiple per problemi simili, livelli di granularità eterogenei e confini concettuali ancora instabili. Questo primo risultato non costituiva una lista utilizzabile, ma una base informativa ampia e inclusiva da cui partire.

Nella seconda fase, il materiale emerso dalle interviste è stato analizzato e riorganizzato dal ricercatore attraverso un processo di analisi tematica e di normalizzazione concettuale. Per ciascun rischio identificato sono stati considerati il termine utilizzato dagli esperti, la descrizione operativa del problema, il contesto decisionale in cui esso emerge e il tipo di meccanismo implicato, che potesse essere strategico, organizzativo, operativo o relazionale. Questo lavoro ha portato alla costruzione di un primo thesaurus dei rischi, nel quale sinonimi e quasi-sinonimi sono stati accorpati, concetti eccessivamente ampi sono stati scomposti in componenti osservabili quando utile per la modellazione, le voci sono state riformulate in termini operativi e non normativi ed sono stati esclusi elementi che non rappresentavano rischi in senso proprio, ma strumenti, pratiche o semplici esiti. Il risultato è stato una long list provvisoria, già significativamente ridotta rispetto all'elenco iniziale, ma ancora aperta a ulteriori revisioni.

La terza fase ha previsto un confronto strutturato con gli esperti a partire dalla long list provvisoria, con l'obiettivo di verificarne la tenuta concettuale e la rilevanza pratica. In questa fase l'attenzione non era rivolta alle relazioni causali tra rischi, ma alla loro riconoscibilità nella pratica di gestione dei fondi, alla chiarezza e non ambiguità delle definizioni, all'assenza di ridondanze e alla reale rilevanza decisionale lungo il ciclo di investimento. Sulla base di questo confronto, alcune voci sono state ulteriormente accorpate, altre riformulate, altre ancora escluse perché troppo specifiche o marginali rispetto agli obiettivi della ricerca.

Nella fase finale, la lista risultante è stata sottoposta a una validazione conclusiva, con l'obiettivo di ottenere un set di rischi concettualmente stabile, non ridondante, sufficientemente generale da poter essere applicato a contesti diversi di impact investing e, soprattutto, adatto a essere utilizzato come input per l'elicitation strutturata delle relazioni causali attraverso la costruzione della SSIM. In parallelo, ciascun rischio è stato associato a due metadati descrittivi: la fase prevalente del ciclo di investimento in cui tende a emergere e una classificazione preliminare del suo ruolo potenziale nel sistema, distinguendo tra rischi a monte, di collegamento e a valle. Questa classificazione ha una funzione esclusivamente descrittiva e di controllo di copertura e non introduce gerarchie causali a priori.

L'esito complessivo del processo è la long list dei rischi composta da 26 voci formulate in modo operativo e riconoscibile nella pratica dei fondi di impact investing. Tale long list costituisce l'input per le fasi successive di elicitation causale e di modellazione strutturale mediante le metodologie ISM-MICMAC.

5.2.2 Elenco e descrizione di rischi (long list)

L'elenco dei rischi individuato attraverso la procedura è sintetizzato in Tabella 3: Elenco iniziale dei rischi nel social/impact venture capital. Per ciascun rischio sono riportati un codice identificativo, una definizione operativa e la fase del processo di investimento in cui il rischio tende a manifestarsi in modo prevalente.

L'indicazione della fase prevalente non implica che il rischio sia confinato a un singolo momento del ciclo di investimento. Al contrario, molti rischi presentano una natura trasversale o possono produrre effetti che si manifestano in fasi successive. La classificazione per fase ha una funzione analitica e orientativa: consente di ancorare ciascun rischio alle decisioni e alle pratiche operative in cui esso tipicamente emerge, facilitando la lettura del processo decisionale e preparando il terreno per la successiva analisi delle interdipendenze.

L'esito di questa procedura è un elenco iniziale composto da ventisei rischi, utilizzato come base comune per tutte le fasi successive dell'analisi. Questo insieme rappresenta il punto di partenza condiviso per l'elicitation strutturata, la costruzione della matrice di interazione, l'applicazione delle metodologie ISM e MICMAC e l'interpretazione dei risultati. La riduzione successiva a un insieme più ristretto di rischi, funzionale alla modellazione strutturale, viene affrontata nella sezione seguente.

Codice long list	Rischio	Definizione operativa	Fase prevalente
LL1	Allineamento finanza-impatto	Coerenza tra modello economico e impact thesis	Origination
LL2	Qualità della governance	Capacità degli organi decisionali	Trasversale
LL3	Capacità del team	Competenze manageriali e operative	Origination
LL4	Robustezza modello operativo	Solidità dei processi	Due diligence
LL5	Misurabilità dell'impatto	KPI affidabili e azionabili	Monitoring
LL6	Impact shortfall	Mancato raggiungimento dell'impatto	Monitoring
LL7	Impatti negativi	Effetti indesiderati	Trasversale

Codice long list	Rischio	Definizione operativa	Fase prevalente
LL8	Stakeholder engagement	Qualità delle relazioni	Monitoring
LL9	Rischio reputazionale	Perdita di legittimazione	Exit
LL10	Liquidità / exit	Difficoltà di disinvestimento	Exit
LL11	Diritti di controllo	Poteri decisionali e covenant	Origination
LL12	Sostenibilità finanziaria breve	Tenuta economica di breve periodo	Monitoring
LL13	Execution risk	Scostamento piano–implementazione	Monitoring
LL14	Dipendenza regolatoria	Vulnerabilità normativa	Trasversale
LL15	Qualità due diligence	Capacità valutativa ex ante	Due diligence
LL16	Coerenza incentivi	Allineamento incentivi	Origination
LL17	Disponibilità dati	Qualità e tempestività	Monitoring
LL18	Scalabilità modello	Crescita sostenibile	Monitoring
LL19	Dipendenza funding	Dipendenza da grant/fondi	Monitoring
LL20	Partnership operative	Affidabilità partner	Monitoring
LL21	Capacità di apprendimento	Apprendimento organizzativo	Trasversale
LL22	Allineamento policy	Coerenza con policy pubbliche	Origination
LL23	Rischio compliance	Non conformità	Trasversale
LL24	Misallocation	Allocazione inefficiente risorse	Monitoring
LL25	Mission drift	Deviazione dalla missione	Monitoring
LL26	Exit responsabile	Disinvestimento senza danno	Exit

Tabella 3: Elenco iniziale dei rischi nel social/impact venture capital

Di seguito, ciascun rischio è descritto con riferimento alla pratica decisionale dei fondi di impact investing.

LL1 – Allineamento finanza–impatto

Rischio che il modello economico dell’investimento non sia coerente con l’obiettivo di impatto dichiarato. Si manifesta quando l’impatto dipende da attività che non generano ricavi sufficienti o quando la pressione finanziaria porta a sacrificare l’impatto.

LL 2 – Qualità della governance

Rischio legato alla debolezza degli organi decisionali, alla scarsa chiarezza dei ruoli o all’incapacità di intervenire in modo tempestivo. Una governance debole amplifica altri rischi lungo tutto il ciclo di investimento.

LL 3 – Capacità del team

Rischio che il team non disponga delle competenze necessarie per eseguire il modello di business e produrre l’impatto atteso. Include sia competenze manageriali sia operative.

LL 4 – Robustezza del modello operativo

Rischio che i processi di erogazione del servizio o del prodotto non siano sufficientemente strutturati o replicabili, con effetti su qualità, costi e impatto.

LL 5 – Misurabilità dell’impatto

Rischio che l'impatto non possa essere misurato in modo affidabile o utile per prendere decisioni. KPI deboli o puramente descrittivi limitano la capacità di gestione.

LL 6 – Impact shortfall

Rischio che l'impatto generato sia inferiore a quello atteso, anche in presenza di buone performance finanziarie.

LL 7 – Impatti negativi non intenzionali

Rischio che l'attività produca effetti indesiderati su beneficiari, comunità o ambiente, anche se l'obiettivo di impatto è positivo.

LL 8 – Stakeholder engagement

Rischio legato a relazioni deboli o conflittuali con stakeholder chiave (enti pubblici, comunità locali, partner), che possono compromettere operatività e impatto.

LL 9 – Rischio reputazionale

Rischio di perdita di credibilità o legittimazione, spesso come esito finale di problemi non risolti a monte.

LL 10 – Rischio di liquidità / exit

Rischio di non riuscire a disinvestire nei tempi e modi coerenti con gli obiettivi finanziari e di impatto.

LL 11 – Diritti di controllo

Rischio derivante da assetti contrattuali che non consentono al fondo di intervenire quando emergono criticità.

LL 12 – Sostenibilità finanziaria di breve periodo

Rischio di tensioni di cassa che limitano la continuità operativa e la capacità di perseguire l'impatto.

LL 13 – Execution risk

Rischio che il piano definito non venga implementato correttamente nella pratica.

LL 14 – Dipendenza da contesto/regolazione

Rischio che cambiamenti normativi o istituzionali compromettano il modello di intervento.

LL 15 – Qualità della due diligence

Rischio che la valutazione ex ante non intercetti criticità rilevanti, trasferendole nelle fasi successive.

LL 16 – Coerenza degli incentivi

Rischio che incentivi economici e operativi spingano comportamenti non coerenti con l'impatto.

LL 17 – Disponibilità dei dati

Rischio che dati incompleti o tardivi impediscano decisioni tempestive.

LL 18 – Scalabilità del modello

Rischio che la crescita comprometta sostenibilità economica o qualità dell'impatto.

LL 19 – Dipendenza da funding esterno

Rischio legato alla forte dipendenza da grant o finanziamenti non ricorrenti.

LL 20 – Partnership operative

Rischio che partner chiave non performino come atteso.

LL 21 – Capacità di apprendimento

Rischio che l'organizzazione non sia in grado di correggere strategie sulla base dell'esperienza.

LL 22 – Allineamento con policy pubbliche

Rischio di disallineamento con priorità istituzionali, rilevante soprattutto in settori regolati.

LL 23 – Rischio di compliance

Rischio di non conformità a norme, standard o vincoli contrattuali.

LL 24 – Rischio di misallocation

Rischio di allocare risorse su attività a basso impatto o scarsa efficacia.

LL 25 – Rischio di mission drift

Rischio di progressivo spostamento degli obiettivi verso logiche puramente finanziarie.

LL 26 – Capacità di exit responsabile

Rischio di disinvestire in modo che compromette la sostenibilità dell'impatto nel lungo periodo.

5.3 Classificazione concettuale preliminare dei rischi

Prima di procedere alla modellazione strutturale delle relazioni tra i rischi mediante ISM-MICMAC, è utile introdurre una classificazione concettuale preliminare dell'elenco dei rischi identificati.

Questa classificazione non costituisce un risultato empirico, né anticipa l'esito dell'analisi strutturale. Essa ha una funzione esclusivamente orientativa e narrativa: serve a chiarire al lettore la natura dei diversi rischi e il ruolo che essi tendono ad assumere nel processo

decisionale del social/impact venture capital, sulla base della letteratura e della logica organizzativa.

In particolare, i rischi vengono preliminarmente collegati a tre categorie concettuali:

- rischi "a monte", legati a scelte strutturali iniziali e a condizioni abilitanti del processo di investimento. Questi rischi riguardano decisioni e assetti che configurano il sistema di investimento nelle fasi iniziali e ne condizionano il funzionamento complessivo.

Codice	Rischio	Definizione operativa
LL1	Allineamento finanza-impatto	Coerenza tra modello di ricavo, struttura dei costi e impact thesis
LL2	Qualità della governance	Capacità degli organi decisionali di assumere, monitorare e correggere decisioni critiche
LL3	Capacità del team	Adeguatezza delle competenze manageriali e operative dell'investee
LL4	Robustezza del modello operativo	Solidità dei processi di erogazione del prodotto/servizio
LL11	Struttura dei diritti di controllo	Chiarezza di diritti decisionali, covenant e poteri di intervento
LL14	Dipendenza da contesto/regolazione	Vulnerabilità a cambiamenti normativi o istituzionali
LL15	Dipendenza da singoli partner	Eccessiva esposizione a clienti, fornitori o enti pubblici
LL16	Scalabilità del modello	Capacità di crescere senza compromettere sostenibilità e impatto
LL22	Chiarezza dell'impact thesis	Definizione chiara e condivisa del cambiamento atteso
LL23	Allineamento degli incentivi	Coerenza tra incentivi economici e obiettivi di impatto

- rischi di "collegamento", che svolgono una funzione di trasmissione o amplificazione delle criticità. Questi rischi agiscono come snodi intermedi del sistema, influenzando il modo in cui le scelte strutturali si traducono in esiti osservabili.

Codice	Rischio	Definizione operativa
LL5	Misurabilità dell'impatto	Disponibilità di indicatori affidabili e utilizzabili per decisioni
LL8	Stakeholder engagement	Qualità delle relazioni con stakeholder chiave
LL13	Execution risk	Scostamento tra piano operativo e implementazione reale
LL17	Qualità dei dati	Affidabilità e tempestività delle informazioni operative e di impatto
LL19	Complessità organizzativa	Difficoltà di coordinamento dovuta a struttura o crescita
LL20	Integrazione finanza-impatto nei processi	Grado di utilizzo congiunto di KPI finanziari e di impatto
LL21	Capacità di apprendimento	Capacità di correggere strategie sulla base di evidenze

- rischi "a valle", che emergono prevalentemente come esiti osservabili del processo decisionale. Questi rischi tendono a emergere come risultati osservabili del processo decisionale, spesso in forma interdipendente.

Codice	Rischio	Definizione operativa
LL6	Impact shortfall	Probabilità che l'impatto atteso non si realizzi
LL7	Impatti negativi non intenzionali	Probabilità di effetti indesiderati su beneficiari o stakeholder
LL9	Rischio reputazionale	Probabilità di perdita di legittimazione verso investitori e stakeholder
LL10	Rischio di liquidità/exit	Difficoltà di disinvestimento coerente con finanza e impatto

Codice	Rischio	Definizione operativa
LL12	Sostenibilità finanziaria di breve periodo	Capacità di sostenere operazioni e crescita nel breve termine
LL18	Deviazioni dai target	Scostamenti persistenti da obiettivi finanziari o di impatto
LL24	Rischio di disallineamento con investitori	Divergenze tra aspettative del fondo e dei LP
LL25	Rischio di fallimento del progetto	Interruzione o chiusura dell'iniziativa finanziata
LL26	Rischio di apprendimento mancato	Mancata capitalizzazione delle lezioni apprese

Questa distinzione ha due obiettivi:

- facilitare la comprensione dell'elenco dei rischi, evitando che venga letto come una lista indifferenziata;
- costruire un ponte concettuale verso le fasi successive dell'analisi, in cui tali intuizioni preliminari verranno messe alla prova e, se necessario, riviste attraverso l'ISM e il MICMAC. Infatti, la classificazione presentata ha esclusivamente una funzione concettuale preliminare e non rappresenta un risultato dell'analisi strutturale. La collocazione dei rischi nelle tre categorie riflette ipotesi di partenza basate sulla letteratura e sulla logica del processo di investimento, che verranno successivamente verificate e, se necessario, riorganizzate attraverso la costruzione della SSIM e l'applicazione delle metodologie ISM–MICMAC.

È importante sottolineare che la collocazione preliminare di un rischio in una categoria non implica che esso operi esclusivamente in quella posizione, né che tale collocazione venga confermata dal modello strutturale. L'ISM–MICMAC potrà infatti mostrare che alcuni rischi svolgono ruoli diversi o più complessi rispetto a quanto ipotizzato in questa fase.

5.4 La costruzione della short list dei rischi

La definizione di una short list di rischi non risponde a un'esigenza di semplificazione concettuale, ma a una necessità metodologica strettamente connessa alla natura dell'analisi strutturale ISM–MICMAC. Tale metodologia richiede infatti che ciascun rischio venga valutato in relazione a tutti gli altri in termini di influenza causale. All'aumentare del numero di variabili, il numero di relazioni da esaminare cresce in modo non lineare, rendendo il processo di elicitation progressivamente più oneroso sul piano cognitivo per gli esperti e, di conseguenza, meno affidabile sotto il profilo della qualità dei giudizi.

Nel contesto del social/impact venture capital, questa criticità è ulteriormente accentuata dalla natura stessa dei rischi analizzati. Molte dimensioni di rischio risultano concettualmente contigue, presentano confini sfumati e sono descritte in letteratura attraverso terminologie parzialmente sovrapposte. Utilizzare direttamente l'intera long list avrebbe comportato il rischio di costruire una struttura formalmente articolata ma scarsamente informativa, nella quale le relazioni emerse sarebbero risultate difficili da interpretare e poco utilizzabili ai fini decisionali.

Per queste ragioni, la costruzione della short list è stata collocata deliberatamente prima dell'elicitation strutturata delle relazioni causali ed è stata concepita come un passaggio

autonomo e cruciale del disegno di ricerca. Si tratta di un processo iterativo, condotto dal dottorando in prima persona, che ha combinato l'evidenza emersa dalla letteratura con il confronto esplorativo con gli esperti, senza ancora richiedere loro di esprimere giudizi causali formali.

In una prima fase, la long list dei rischi è stata derivata esclusivamente dalla ricerca secondaria, con l'obiettivo di garantire un'ampia copertura del dibattito scientifico e dei principali framework istituzionali. In questa fase non è stata introdotta alcuna selezione gerarchica o causale: i rischi sono stati mantenuti volutamente numerosi e granulari, per evitare esclusioni premature e preservare la ricchezza concettuale del campo.

Successivamente, nel corso delle interviste esplorative preliminari, l'elenco dei rischi è stato utilizzato come base di discussione con gli esperti. Questo confronto aveva una finalità specifica e circoscritta: verificare se ciascun rischio fosse effettivamente riconoscibile nella pratica decisionale dei fondi, se la definizione proposta risultasse chiara e operativa e se emergessero sovrapposizioni o ambiguità rilevanti. In questa fase non è stata ancora richiesta alcuna valutazione sulle relazioni di influenza tra i rischi; l'obiettivo era testare la tenuta concettuale dell'elenco prima di procedere alla modellazione strutturale.

Sulla base di questo lavoro preliminare, la short list è stata costruita applicando una serie di criteri espliciti e coerenti con gli obiettivi della ricerca.

Il primo criterio è stato la rilevanza decisionale. Sono stati inclusi solo quei rischi che incidono direttamente su decisioni effettivamente assunte dai fondi o dagli investitori lungo il ciclo di investimento. Alcuni rischi descrittivi o fortemente dipendenti dagli esiti finali, pur rilevanti sul piano analitico, sono stati esclusi quando non contribuivano a spiegare le scelte a monte.

Il secondo criterio ha riguardato la non ridondanza concettuale. Quando due o più rischi descrivevano dimensioni molto vicine dello stesso problema, si è proceduto ad accorpamenti, privilegiando variabili formulate in modo sufficientemente ampio ma ancora operativo. Ad esempio, elementi quali la debolezza dei sistemi di reporting, la scarsa qualità dei dati di impatto e la difficoltà di utilizzo degli indicatori sono stati ricondotti a una singola variabile, definita come misurabilità dell'impatto, intesa sia come disponibilità dei dati sia come loro effettiva utilizzabilità nelle decisioni.

Un terzo criterio è stato il potenziale causale. Sono stati privilegiati quei rischi che, sulla base della letteratura e dell'esperienza degli operatori, potevano plausibilmente influenzare altri rischi o fungere da snodi di trasmissione nel sistema. Alcuni rischi, pur riconosciuti come importanti, sono stati esclusi perché risultavano prevalentemente conseguenze di dinamiche precedenti e non elementi capaci di attivare catene causali autonome. Un esempio emblematico è il rischio reputazionale: ampiamente riconosciuto come rilevante, ma quasi sempre osservabile come esito di fallimenti di impatto, conflitti con stakeholder o incoerenze nella disclosure, piuttosto che come driver strutturale. Per questo motivo, esso non è stato incluso come variabile autonoma nella short list, ma viene considerato implicitamente nelle interpretazioni dei rischi a valle.

Il quarto criterio ha riguardato la generalizzabilità. Sono stati esclusi rischi eccessivamente specifici di singoli settori, strumenti finanziari o contesti normativi locali, quando non risultavano trasferibili ad altri contesti di impact investing. Coerentemente con l'obiettivo

della tesi, l'intento non era descrivere un caso particolare, ma costruire un framework utilizzabile in una pluralità di contesti.

Infine, un criterio cruciale è stato la giudicabilità da parte degli esperti. Alcuni rischi, pur concettualmente interessanti, sono stati esclusi perché difficili da valutare in termini di relazioni causali sulla base di conoscenza esperta, oppure perché richiedevano informazioni altamente tecniche o quantitative non disponibili in forma esperta. Includerli avrebbe probabilmente ridotto la qualità complessiva dei giudizi raccolti.

Applicando congiuntamente questi criteri, la long list iniziale è stata progressivamente ridotta attraverso un processo documentato di selezione e accorpamento. Il principio guida non è stato "ridurre il numero", ma "ridurre senza perdere struttura". Operativamente, si è proceduto prima all'accorpamento dei rischi concettualmente sovrapposti, poi all'esclusione delle variabili prevalentemente esito-dipendenti e, infine, a una verifica di coerenza complessiva: ciascun rischio rimanente doveva essere chiaramente definito, osservabile nella pratica e potenzialmente collegabile ad altri rischi.

Il risultato di questo percorso è una short list composta da 13 rischi. Essa non pretende di esaurire tutte le possibili fonti di rischio nel social/impact venture capital, ma rappresenta un insieme coerente, non ridondante e causalmente informativo, adeguato alla modellazione strutturale e alla successiva applicazione delle metodologie ISM-MICMAC.

Codice ISM	Rischio	Codice nella long list
R1	Allineamento finanza-impatto	LL1
R2	Qualità della governance	LL2
R3	Capacità del team	LL3
R4	Robustezza modello operativo	LL4
R5	Misurabilità dell'impatto	LL5
R6	Impact shortfall	LL6
R7	Impatti negativi	LL7
R8	Stakeholder engagement	LL8
R9	Rischio reputazionale	LL9
R10	Liquidità / exit	LL10
R11	Diritti di controllo	LL11
R12	Sostenibilità finanziaria breve	LL12
R13	Execution risk	LL13

Tabella 4: Elenco finale (short list) dei rischi utilizzati nel modello ISM-MICMAC

È importante chiarire esplicitamente il ruolo metodologico della short list all'interno del disegno di ricerca. La short list non costituisce un risultato dell'analisi, né una prima forma di classificazione causale dei rischi. Essa rappresenta esclusivamente l'insieme di variabili su cui viene applicata l'analisi strutturale ISM-MICMAC. In altri termini, la short list definisce il perimetro dell'analisi, ma non anticipa in alcun modo le relazioni, le gerarchie o i ruoli sistemici che emergeranno successivamente.

La distinzione è rilevante, perché le categorie utilizzate in questa fase hanno una funzione puramente orientativa e servono a facilitare la lettura concettuale dell'elenco dei rischi, non a descriverne il comportamento causale. Solo nei passaggi successivi, attraverso la costruzione della Structural Self-Interaction Matrix (SSIM), la livellizzazione ISM e la classificazione MICMAC, saranno rese esplicite le catene causali, le dipendenze e le asimmetrie di influenza tra i rischi.

A fini di chiarezza espositiva, la short list viene tuttavia accompagnata da una classificazione preliminare che distingue tra rischi "a monte", rischi di collegamento e rischi "a valle", sulla base della fase del ciclo di investimento in cui essi tendono a manifestarsi con maggiore evidenza. Tale distinzione non implica alcuna assunzione causale ed è utilizzata esclusivamente come supporto interpretativo iniziale.

Categoria preliminare	Rischi
Rischi a monte	R1, R2, R3, R4, R11
Rischi di collegamento	R5, R6, R7, R8
Rischi a valle	R9, R10, R12, R13

Tabella 5: Classificazione preliminare dei rischi della short list

I codici ISM riportati nella tabella sono coerenti con la short list finale e vengono utilizzati in modo uniforme nel presente capitolo e nella Parte II della tesi. Eventuali differenze rispetto alla long list preliminare sono rese esplicite nelle tabelle e nelle note di questo capitolo, al fine di garantire piena tracciabilità concettuale e trasparenza del processo di selezione delle variabili.

5.5 Costruzione della Structural Self-Interaction Matrix (SSIM)

La SSIM è una matrice che raccoglie in modo sistematico i giudizi degli esperti sulla direzione dell'influenza tra coppie di rischi. Essa risponde a una domanda semplice ma cruciale per l'analisi strutturale: se un determinato rischio si manifesta o non viene adeguatamente presidiato, tende a incidere sull'emersione o sull'intensità di un altro rischio?

È importante chiarire il perimetro analitico della SSIM. Essa non misura correlazioni statistiche, non stima effetti quantitativi e non produce ancora gerarchie causali definitive. La sua funzione è intermedia ma essenziale: tradurre la conoscenza esperta, di natura qualitativa e spesso tacita, in una rappresentazione strutturata che renda possibile l'applicazione dell'Interpretive Structural Modeling e, successivamente, dell'analisi MICMAC.

Dal punto di vista formale, la SSIM è una matrice quadrata di dimensione $n \times n$, dove n corrisponde al numero di rischi inclusi nella short list, pari a tredici nel presente studio. Ogni riga e ogni colonna rappresentano uno specifico rischio.

Per evitare duplicazioni e incoerenze logiche, la matrice viene compilata considerando ciascuna coppia di rischi una sola volta, concentrandosi sul triangolo superiore.

Per ciascuna coppia (R_i, R_j) , agli esperti viene chiesto di indicare se esiste una relazione di influenza e in quale direzione, utilizzando una codifica standard:

V: il rischio R_i influenza il rischio R_j

A: il rischio R_j influenza il rischio R_i

X: i due rischi si influenzano reciprocamente

O: non esiste una relazione di influenza rilevante

Questa codifica consente di rappresentare in modo chiaro relazioni unidirezionali, bidirezionali o assenti, evitando di introdurre prematuramente valutazioni numeriche che risulterebbero poco giustificate in questa fase dell'analisi.

I giudizi utilizzati per la costruzione della SSIM sono stati raccolti secondo quanto descritto nel capitolo 4. Agli esperti è stato chiesto di basare le proprie valutazioni sull'esperienza diretta maturata nei processi di investimento, facendo riferimento a decisioni reali e a dinamiche osservate nella pratica.

Per ridurre ambiguità interpretative, il concetto di "influenza" è stato esplicitato in termini operativi, come la capacità di un rischio di aumentare la probabilità di manifestazione di un altro rischio, di amplificarne la rilevanza decisionale oppure di rendere più complessa la sua gestione o mitigazione. Agli esperti non è stato richiesto di stimare intensità o probabilità numeriche, ma di esprimere giudizi qualitativi informati sulla presenza e sulla direzione dei legami causali.

Per ciascuna coppia di rischi sono stati raccolti giudizi da più esperti. La SSIM finale è stata costruita attraverso un processo di aggregazione basato sulla prevalenza dei giudizi, supportata dalle motivazioni qualitative emerse durante la fase di elicitation.

In particolare, quando una direzione di influenza risultava chiaramente prevalente, essa è stata adottata nella matrice finale. In presenza di giudizi simmetrici o fortemente divergenti, la relazione è stata codificata come reciproca oppure esclusa, evitando forzature interpretative. Nei casi in cui l'incertezza non potesse essere risolta in modo convincente, si è adottato un criterio di prudenza metodologica, preferendo l'esclusione del legame.

Questa scelta riflette un principio centrale dell'analisi strutturale: una relazione debole o ambigua può compromettere l'intero modello, poiché l'ISM tende ad amplificare le relazioni inserite nella matrice iniziale. È quindi preferibile rinunciare a un collegamento piuttosto che introdurre un legame poco fondato.

La Tabella 6 riporta la SSIM completa costruita a partire dal panel di esperti. I rischi sono indicati con le stesse etichette utilizzate nella short list definita nella sezione precedente.

	R1	R2	R3	R4	R5	R6	R7	R8	R9	R10	R11	R12	R13
R1	-	V	V	V	V	O	V	O	O	O	O	O	O
R2		-	X	V	V	O	V	O	O	O	O	O	O
R3			-	V	X	O	V	O	O	O	O	O	O
R4				-	V	V	V	V	O	O	O	O	O
R5					-	V	X	V	O	O	O	O	O
R6						-	V	V	V	O	O	O	O
R7							-	X	V	V	O	O	O

	R1	R2	R3	R4	R5	R6	R7	R8	R9	R10	R11	R12	R13
R8								-	V	V	O	O	O
R9									-	X	V	O	O
R10										-	V	V	O
R11											-	X	V
R12												-	V
R13													-

Tabella 6: Structural Self-Interaction Matrix (SSIM)

(Legenda: V = riga influenza colonna;

A = colonna influenza riga;

X = influenza reciproca;

O = nessuna relazione)

La SSIM rappresenta il principale punto di snodo del protocollo metodologico adottato. Da essa derivano direttamente la matrice di raggiungibilità, la gerarchia dei rischi ottenuta tramite l'ISM e la classificazione dei ruoli sistemici attraverso l'analisi MICMAC.

Tutte le strutture analitiche presentate nei capitoli successivi costituiscono, in ultima analisi, trasformazioni formali delle relazioni contenute nella SSIM.

5.6 Verifica di coerenza logica tra classificazione preliminare, short list e SSIM

Prima di procedere alla trasformazione della Structural Self-Interaction Matrix nella matrice di raggiungibilità e all'applicazione dell'Interpretive Structural Modeling, è necessario svolgere una verifica di coerenza logica interna tra tre elementi costruiti nelle fasi precedenti del percorso metodologico: (i) la classificazione concettuale preliminare dei rischi in rischi a monte, di collegamento e a valle; (ii) la short list finale delle variabili incluse nel modello; (iii) la struttura delle relazioni di influenza esplicitate nella SSIM.

Questa verifica non ha finalità empiriche né produce risultati analitici autonomi. Essa svolge piuttosto una funzione di controllo metodologico, volta ad accertare che la struttura delle relazioni causali emersa dai giudizi degli esperti non entri in evidente contraddizione con le assunzioni concettuali che hanno guidato la selezione e l'organizzazione preliminare dei rischi. Al tempo stesso, tale verifica non impone alcuna gerarchia a priori: la ricostruzione formale dei livelli causali rimane affidata all'ISM, che costituisce il passo analitico successivo. L'analisi di coerenza mette in evidenza tre elementi principali.

In primo luogo, i rischi classificati preliminarmente come a monte presentano nella SSIM un numero relativamente elevato di relazioni in uscita e un numero contenuto di relazioni in entrata. Questa configurazione è coerente con la loro interpretazione concettuale come condizioni strutturali o decisionali che incidono sul funzionamento complessivo del sistema, influenzando una pluralità di altre dimensioni. Rientrano in questo gruppo, ad esempio, aspetti legati alla qualità della governance, all'allineamento strategico tra finanza e impatto e alla capacità organizzativa.

In secondo luogo, i rischi collocati preliminarmente nella categoria dei rischi di collegamento mostrano nella SSIM una combinazione significativa di influenze in entrata e in uscita, con una presenza non trascurabile di relazioni reciproche. Questa configurazione riflette il ruolo atteso di tali rischi come meccanismi di trasmissione e amplificazione delle dinamiche di rischio lungo il ciclo di investimento. Ne sono esempi le dimensioni legate alla misurazione dell'impatto, allo stakeholder engagement e ai processi di monitoraggio, che tendono a essere simultaneamente influenzate da decisioni a monte e a produrre effetti su esiti successivi.

Infine, i rischi interpretati preliminarmente come a valle risultano nella SSIM prevalentemente influenzati da altri rischi, con un numero limitato o nullo di relazioni in uscita. Anche questo risultato è coerente con la loro natura di esiti osservabili del sistema decisionale, quali l'underperformance finanziaria, il mancato raggiungimento dell'impatto o le criticità reputazionali, che difficilmente operano come fattori strutturali in grado di attivare catene causali autonome.

Nel complesso, la SSIM appare coerente con la logica concettuale che ha guidato la costruzione della short list, senza tuttavia riprodurla in modo meccanico. Le relazioni di influenza emergono dai giudizi degli esperti e non sono imposte dalla classificazione preliminare; allo stesso tempo, non generano incongruenze evidenti che comprometterebbero la stabilità del modello o la sua plausibilità interpretativa. Questa coerenza di fondo costituisce una condizione necessaria per procedere in modo robusto alle fasi successive di modellazione strutturale.

5.7 Costruzione della matrice di raggiungibilità e applicazione della transitività

Una volta costruita la Structural Self-Interaction Matrix e verificatane la coerenza logica rispetto alla classificazione preliminare dei rischi e alla short list finale, il passo successivo del protocollo ISM consiste nella trasformazione della SSIM nella cosiddetta matrice di raggiungibilità. Questa fase rappresenta un passaggio centrale dell'analisi, poiché consente di passare dai giudizi qualitativi espressi dagli esperti a una rappresentazione formale e operativa delle relazioni tra i rischi.

La SSIM, così come costruita nella sezione precedente, contiene informazioni fondamentali sulla direzione delle influenze tra coppie di rischi, ma in una forma che non è ancora direttamente utilizzabile per l'analisi strutturale. In particolare, essa si basa su simboli qualitativi (V, A, X, O), descrive le relazioni una coppia alla volta e non consente di individuare né catene di influenza né livelli gerarchici all'interno del sistema.

Per applicare l'Interpretive Structural Modeling è quindi necessario convertire tali informazioni in una matrice binaria, nella quale righe e colonne rappresentano i rischi considerati e ciascuna cella assume valore pari a 1 o 0 a seconda che esista o meno una relazione di influenza. Questa matrice prende il nome di matrice di raggiungibilità perché consente di identificare quali rischi possono "raggiungerne" altri attraverso relazioni di influenza dirette o indirette.

La conversione dalla SSIM alla matrice di raggiungibilità iniziale avviene mediante regole standardizzate, ampiamente consolidate nella letteratura ISM, che permettono di tradurre i simboli qualitativi in valori binari mantenendo invariato il significato dei giudizi espressi dagli esperti.

In particolare, quando nella SSIM il simbolo V indica che il rischio i influenza il rischio j, nella matrice di raggiungibilità viene assegnato valore 1 alla cella (i,j) e valore 0 alla cella (j,i). Al contrario, il simbolo A comporta l'assegnazione di 0 a (i,j) e di 1 a (j,i). Il simbolo X, che segnala un'influenza reciproca, viene tradotto assegnando valore 1 a entrambe le celle (i,j) e (j,i). Infine, il simbolo O, che indica l'assenza di una relazione significativa, viene tradotto con valore 0 in entrambe le direzioni.

Per convenzione metodologica, tutti gli elementi sulla diagonale principale della matrice sono posti uguali a 1, in quanto ciascun rischio è considerato influenzare sé stesso. Applicando sistematicamente queste regole a tutte le coppie di rischi, si ottiene la matrice di raggiungibilità iniziale, che rappresenta esclusivamente le relazioni di influenza diretta emerse dall'elicitation degli esperti.

	R1	R2	R3	R4	R5	R6	R7	R8	R9	R10	R11	R12	R13
R1	1	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0
R2	0	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0
R3	0	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0
R4	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
R5	0	0	1	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0
R6	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0
R7	0	0	0	0	1	0	1	1	1	1	0	0	0
R8	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	0
R9	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0
R10	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0
R11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
R12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
R13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1

Tabella 7: Matrice di raggiungibilità iniziale

La matrice così ottenuta costituisce una base corretta, ma non ancora completa, per l'analisi strutturale. Essa, infatti, cattura soltanto le influenze dirette tra i rischi, mentre nei sistemi decisionali complessi, come quelli tipici del social/impact venture capital, molte dinamiche di rischio si sviluppano attraverso sequenze di decisioni ed effetti concatenati nel tempo. Per chiarire questo aspetto, si può considerare un esempio semplice. Una debolezza nella governance può incidere sulla qualità della misurazione dell'impatto; una misurazione inadeguata può condurre a decisioni finanziarie poco informate; tali decisioni possono infine tradursi in un'underperformance finanziaria. Anche qualora gli esperti non abbiano indicato esplicitamente una relazione diretta tra governance e underperformance, tale relazione esiste indirettamente attraverso uno o più passaggi intermedi. Un modello che si

limitasse a rappresentare le sole influenze dirette fornirebbe quindi una visione parziale e potenzialmente fuorviante del sistema di rischio.

Per tenere conto di queste dinamiche, l'ISM introduce il principio di transitività, che consente di rendere esplicite anche le relazioni indirette implicite nella struttura causale del sistema. L'applicazione di questo principio rappresenta il passo successivo dell'analisi ed è ciò che permette di ricostruire una gerarchia coerente dei rischi, andando oltre la semplice mappatura delle influenze dirette.

5.7.1 Significato e ruolo della transitività

Nel contesto dell'Interpretive Structural Modeling, la transitività non rappresenta un'ipotesi teorica aggiuntiva né un'assunzione di natura sostantiva sul comportamento dei rischi. Essa costituisce piuttosto una regola logica di coerenza interna del sistema, necessaria per rendere la rappresentazione strutturale completa e interpretativamente consistente.

Il principio alla base della transitività può essere espresso in forma intuitiva: se un rischio A influenza un rischio B e, a sua volta, il rischio B influenza un rischio C, allora il rischio A esercita un'influenza indiretta sul rischio C. Applicare la transitività significa dunque rendere esplicite tutte le relazioni indirette che sono logicamente implicate dalle relazioni dirette già accettate e formalizzate nella matrice di raggiungibilità iniziale.

È importante chiarire che questo passaggio non introduce nuovi giudizi soggettivi né modifica le valutazioni espresse dagli esperti durante la fase di elicitation. La transitività non aggiunge informazione esterna al modello, ma si limita a sviluppare in modo coerente le conseguenze strutturali delle relazioni già presenti. In questo senso, essa opera come un meccanismo di chiusura logica del sistema, piuttosto che come un'ulteriore fase interpretativa.

Dal punto di vista operativo, l'applicazione della transitività avviene attraverso un procedimento iterativo di controllo della matrice. Si parte dalla matrice di raggiungibilità iniziale e si analizzano tutte le possibili catene di influenza del tipo $i \rightarrow j \rightarrow k$. Ogni volta che una catena di questo tipo è identificata, si verifica se la relazione diretta $i \rightarrow k$ risulta già esplicitata nella matrice. Qualora tale relazione non sia presente, essa viene aggiunta, in quanto implicitamente contenuta nella struttura delle relazioni esistenti.

Al termine di questo processo si ottiene la matrice di raggiungibilità finale, che incorpora sia le relazioni dirette espresse dagli esperti sia tutte le relazioni indirette derivate per transitività. È questa matrice "chiusa" che costituisce la base per le fasi successive dell'ISM, in particolare per la livellizzazione dei rischi e per la ricostruzione della gerarchia causale del sistema.

	R1	R2	R3	R4	R5	R6	R7	R8	R9	R10	R11	R12	R13
R1	1	1	1	1	1	1	1	1	1*	1*	1*	1*	1*
R2	0	1	1	1	1	1	1	1	1*	1*	1*	1*	1*
R3	0	1	1	1	1	1	1	1	1*	1*	1*	1*	1*
R4	0	1	1	1	1	1	1	1	1*	1*	1*	1*	1*
R5	0	1	1	1	1	1	1	1	1*	1*	1*	1*	1*

	R1	R2	R3	R4	R5	R6	R7	R8	R9	R10	R11	R12	R13
R6	0	1	1	1	1	1	1	1	1*	1*	1*	1*	1*
R7	0	1	1	1	1	1	1	1	1*	1*	1*	1*	1*
R8	0	1	1	1	1	1	1	1	1*	1*	1*	1*	1*
R9	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1*	1*	1*
R10	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1*	1*	1*
R11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1*
R12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1*
R13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1

Tabella 8: Matrice di raggiungibilità finale (con transitività)

Legenda

- 1 = relazione diretta oppure indiretta (per transitività)
- 1* = relazione non diretta, che emerge solo per effetto della transitività
- 0 = nessuna relazione
- Diagonale = 1

Questa matrice rappresenta la mappa completa delle possibilità di propagazione del rischio all'interno del sistema decisionale analizzato.

5.8 Interpretazione delle principali relazioni transitive

L'interpretazione delle relazioni transitive prende avvio dall'individuazione delle celle della matrice di raggiungibilità finale che assumono valore pari a 1 esclusivamente per effetto dell'applicazione della transitività. Tali celle, indicate convenzionalmente come "1*", rappresentano relazioni indirette che non erano state esplicitamente segnalate dagli esperti, ma che risultano logicamente implicate dalla struttura complessiva delle influenze. Nel caso in esame, la matrice finale presenta 28 relazioni di questo tipo. A una lettura superficiale, questo numero potrebbe suggerire l'esistenza di 28 collegamenti distinti tra i rischi. Una simile interpretazione sarebbe tuttavia fuorviante. Le relazioni transitive non vanno lette come episodi indipendenti, ma come manifestazioni ripetute di un numero limitato di meccanismi causali ricorrenti. In altri termini, la matrice non racconta 28 storie diverse, bensì poche dinamiche fondamentali che si riflettono in più punti del sistema. Per chiarire questo aspetto, è utile considerare un esempio concreto. Si immagini un fondo di impact investing che presenti, sin dalle fasi iniziali, un debole allineamento tra obiettivi finanziari e obiettivi di impatto (rischio R1). Questa fragilità difficilmente produce effetti immediati e direttamente osservabili, come un fallimento finanziario o una exit problematica. Più spesso, essa innesca una sequenza di difficoltà intermedie che tendono ad accumularsi nel tempo.

In particolare, un allineamento debole tra finanza e impatto rende più complessa la progettazione di sistemi di misurazione dell'impatto realmente utili a orientare le decisioni (R5). A sua volta, una misurazione poco solida o scarsamente decisionale aumenta la probabilità di non raggiungere l'impatto atteso o di conseguire risultati inferiori alle aspettative (R6). Queste criticità incidono progressivamente sulla qualità del dialogo con

stakeholder chiave, investitori, partner pubblici, beneficiari o comunità locali, indebolendo il rapporto di fiducia e collaborazione (R8).

Quando tali tensioni non vengono intercettate e corrette, esse tendono a emergere in forme più visibili e difficilmente reversibili, come problemi reputazionali (R9), difficoltà nelle condizioni di exit (R10), riduzione della liquidità percepita dell'investimento (R11), maggiore incertezza sulla sostenibilità economica di breve periodo (R12) o un peggioramento complessivo della capacità di execution (R13).

All'interno della matrice di raggiungibilità, questo stesso percorso causale compare più volte sotto forma di relazioni transitive differenti: ad esempio nei collegamenti indiretti tra R1 e R9, tra R1 e R10, tra R1 e R11, tra R1 e R12 e tra R1 e R13. Formalmente, si tratta di cinque relazioni distinte. Dal punto di vista interpretativo, tuttavia, esse rappresentano cinque manifestazioni dello stesso meccanismo di propagazione del rischio.

Per questo motivo, l'analisi non si concentra sulle singole relazioni transitive, ma sulle cosiddette catene causali minime. Una catena causale minima è il percorso più semplice e coerente che consente di spiegare perché una fragilità iniziale renda più probabili una pluralità di esiti finali. Nel caso appena discusso, tale catena può essere sintetizzata come segue:

allineamento debole tra finanza e impatto → misurazione inefficace o poco decisionale → tensioni con gli stakeholder → problemi reputazionali → difficoltà finanziarie e operative

Questa singola sequenza è sufficiente a spiegare un insieme ampio di relazioni transitive presenti nella matrice. Le diverse celle contrassegnate come "1*" non rappresentano quindi legami indipendenti, ma riflettono la stessa dinamica di fondo che si propaga lungo il ciclo di investimento.

È a partire da questa osservazione che vengono definiti i cosiddetti blocchi interpretativi. Quando più relazioni transitive condividono lo stesso rischio iniziale, attraversano gli stessi rischi intermedi e conducono a esiti finali analoghi, finanziari, reputazionali o operativi, esse non vengono interpretate separatamente. Vengono invece ricondotte a un unico blocco interpretativo, che descrive un meccanismo ricorrente di attivazione e propagazione del rischio all'interno del sistema.

In questa prospettiva, i blocchi interpretativi non corrispondono alle singole celle della matrice, ma a insiemi coerenti di relazioni che raccontano come determinate fragilità a monte tendano, nel tempo, a tradursi in specifiche famiglie di esiti a valle.

Per rendere l'analisi sistematica e leggibile, ciascun blocco interpretativo viene numerato progressivamente (Blocco 1, Blocco 2, e così via). Nel caso oggetto di studio, quattro rappresenta il numero minimo di blocchi interpretativi necessario per spiegare tutte le relazioni transitive emerse dalla matrice: un numero inferiore comporterebbe una perdita di informazione rilevante, mentre un numero maggiore introdurrebbe ridondanze, frammentando meccanismi causali che risultano strutturalmente identici.

In concreto, molte relazioni transitive raccontano la stessa storia, differenziandosi solo per l'esito finale, reputazione, liquidità, exit o capacità di execution. Una suddivisione in più di quattro blocchi avrebbe prodotto situazioni in cui blocchi distinti presentavano lo stesso

rischio a monte, gli stessi rischi di collegamento e la stessa logica di propagazione, variando unicamente nell'ultima manifestazione del problema. L'individuazione di quattro blocchi interpretativi consente invece di mantenere un equilibrio tra completezza analitica e parsimonia interpretativa.

L'analisi delle relazioni transitive consente di ricondurre l'elevato numero di collegamenti indiretti emersi dalla matrice di raggiungibilità finale a un insieme limitato di meccanismi ricorrenti di propagazione del rischio. Tali meccanismi sono sintetizzati nei blocchi interpretativi descritti di seguito. Ciascun blocco rappresenta una dinamica causale tipica attraverso cui fragilità iniziali tendono, nel tempo, a tradursi in esiti finanziari, operativi o reputazionali.

Blocco interpretativo 1 – Disallineamento strategico e propagazione verso esiti finanziari e reputazionali

Un primo blocco interpretativo riguarda il disallineamento tra obiettivi finanziari e obiettivi di impatto (R1). Quando questo allineamento risulta debole, ambiguo o non pienamente esplicitato nelle fasi iniziali dell'investimento, il fondo tende a progettare sistemi di misurazione che non riflettono le reali leve operative dell'iniziativa (R5) o a sottostimare la probabilità di non raggiungere l'impatto atteso (R6).

Queste fragilità incidono progressivamente sulla qualità del dialogo con stakeholder chiave, investitori, partner pubblici, soggetti implementatori o comunità locali, rendendo più difficile mantenere un confronto credibile e trasparente (R8). Nel tempo, tali tensioni possono emergere in modo più visibile sotto forma di problemi reputazionali (R9), che a loro volta complicano le condizioni di exit, riducono la liquidità percepita dell'investimento o aumentano l'incertezza sulla sostenibilità finanziaria e sulla capacità complessiva di execution (R10–R13).

Il modello non suggerisce che un disallineamento iniziale produca direttamente un fallimento finanziario. Mostra piuttosto come esso possa attivare una sequenza di passaggi intermedi che rendono tali esiti progressivamente più probabili.

Blocco interpretativo 2 – Debolezza della misurazione e deterioramento delle decisioni operative

Un secondo blocco interpretativo riguarda situazioni in cui la fragilità iniziale è riconducibile principalmente alla qualità e all'uso della misurazione dell'impatto (R5). Quando i sistemi di misurazione sono orientati prevalentemente al reporting e poco integrati nei processi decisionali, il fondo fatica a intercettare segnali precoci di deviazione rispetto agli obiettivi prefissati.

Questa debolezza aumenta la probabilità di impact shortfall (R6) e ritarda l'attivazione di interventi correttivi su governance, supporto operativo o riallocazione delle risorse. Nel tempo, l'accumulo di tali criticità tende a manifestarsi come rischio reputazionale (R9) e come difficoltà operative e finanziarie nelle fasi successive del ciclo di investimento (R10–R13). In questo blocco, la misurazione non rappresenta un semplice problema informativo, ma un vero e proprio meccanismo di trasmissione del rischio.

Blocco interpretativo 3 – Stakeholder engagement come amplificatore sistemico

Un terzo blocco interpretativo ruota attorno alla gestione degli stakeholder (R8). Relazioni deboli, frammentate o conflittuali con enti pubblici, partner di implementazione, beneficiari o investitori non producono necessariamente effetti immediati, ma amplificano vulnerabilità già presenti nel sistema.

In presenza di un engagement fragile, scostamenti anche contenuti rispetto agli obiettivi di impatto o difficoltà operative diventano più visibili, più contestabili e meno negoziabili. Questo accelera l'emersione del rischio reputazionale (R9) e riduce i margini di manovra del fondo nelle fasi successive, incidendo sulle condizioni di exit, sulla liquidità e sulla sostenibilità complessiva dell'investimento (R10–R13). In questo blocco, lo stakeholder engagement non è la causa originaria del problema, ma un moltiplicatore degli effetti di altre fragilità.

Blocco interpretativo 4 – Convergenza degli esiti a valle

L'ultimo blocco interpretativo riguarda la co-emergenza degli esiti finali. La matrice mostra che difficoltà di exit, problemi di liquidità, incertezza sulla sostenibilità finanziaria e criticità di execution (R10–R13) tendono a manifestarsi congiuntamente, piuttosto che come eventi indipendenti.

Questi rischi a valle risultano fortemente dipendenti dal sistema e raramente agiscono come driver strutturali. Essi rappresentano il punto di arrivo di catene causali che hanno origine a monte e si sono propagate attraverso meccanismi legati alla governance, alla misurazione e allo stakeholder engagement. Questo blocco conferma empiricamente che interventi concentrati esclusivamente sugli esiti finali hanno un'efficacia limitata, poiché il rischio si è già consolidato lungo il processo decisionale.

Nel loro insieme, i blocchi interpretativi mostrano che il modello ISM–MICMAC non si limita a formalizzare relazioni astratte, ma rende esplicita una dinamica ben nota agli operatori del social/impact venture capital: le crisi raramente nascono nel punto in cui diventano visibili. Gli esiti negativi a valle sono spesso il risultato di decisioni assunte molto prima, che hanno agito come condizioni abilitanti o vincolanti lungo l'intero ciclo di investimento.

È proprio questa dinamica che giustifica la lettura del rischio come architettura interdipendente e che rende centrali i rischi "a monte" nell'interpretazione dei risultati e nella discussione applicativa sviluppata nella Parte II.

A partire dalla reachability matrix finale, diventa quindi possibile:

- individuare quali rischi esercitano un'influenza sistematica su molti altri rischi (rischi a monte);
- identificare i rischi che dipendono prevalentemente da decisioni precedenti (rischi a valle);
- costruire livelli gerarchici formalmente fondati, senza introdurre assunzioni ex ante.

In sintesi, la matrice consente di compiere il passaggio da un semplice elenco di rischi a una rappresentazione causale strutturata del sistema di rischio nel social/impact venture capital.

5.9 Livellizzazione ISM e interpretazione strutturale dei rischi

Una volta costruita la reachability matrix finale, comprensiva sia delle relazioni dirette sia di quelle derivate per transitività, il passo successivo consiste nell'ordinare i rischi in livelli gerarchici attraverso la procedura di livellizzazione dell'Interpretive Structural Modeling (ISM). Questa fase ha una funzione chiara: trasformare una matrice di relazioni in una struttura leggibile, capace di rendere esplicita la posizione causale dei diversi rischi all'interno del sistema.

È opportuno precisare fin da subito che i livelli ISM non costituiscono una graduatoria di importanza né una misura della gravità dei rischi. Essi indicano esclusivamente il ruolo causale che ciascun rischio assume nel sistema, distinguendo tra fattori che agiscono prevalentemente come condizioni a monte, meccanismi di collegamento e risultati che emergono a valle delle decisioni.

La procedura di livellizzazione si fonda sul confronto tra due insiemi associati a ciascun rischio. Il primo è il reachability set, che comprende tutti i rischi che possono essere raggiunti a partire da un dato rischio, sia direttamente sia attraverso catene di influenza indirette. Il secondo è l'antecedent set, che raccoglie invece tutti i rischi che possono influenzare quel rischio.

Un rischio viene assegnato a un determinato livello quando il suo reachability set coincide con l'intersezione tra reachability set e antecedent set. In termini operativi, ciò significa che il rischio in questione non contribuisce ad attivare altri rischi oltre sé stesso, ma emerge principalmente come risultato delle influenze esercitate da altri elementi del sistema. Per questa ragione, tali rischi vengono collocati ai livelli più alti della struttura ISM, come esiti del processo decisionale.

La livellizzazione viene applicata in modo iterativo seguendo una procedura standardizzata. In una prima fase si identificano i rischi che non influenzano altri rischi diversi da sé stessi; questi vengono assegnati al livello più alto della gerarchia e interpretati come esiti finali del sistema. Successivamente, i rischi già assegnati vengono temporaneamente rimossi dalla matrice, e la stessa procedura viene ripetuta sulla matrice ridotta per individuare il livello immediatamente inferiore. Il processo prosegue fino a quando tutti i rischi sono stati collocati in uno dei livelli gerarchici.

Questa logica consente di ricostruire progressivamente la struttura del sistema, risalendo dagli esiti osservabili a valle fino ai fattori che operano come condizioni strutturali a monte. In questo modo, l'ISM permette di passare da una rappresentazione puramente relazionale a una lettura ordinata delle dinamiche di rischio, coerente con l'interpretazione del rischio come architettura causale interdipendente.

5.10 I livelli ISM come cluster di rischi

L'applicazione della procedura di livellizzazione consente di leggere i risultati dell'ISM non solo come una sequenza ordinata di livelli, ma come una struttura composta da gruppi funzionali di rischi che svolgono ruoli diversi all'interno del sistema. In particolare, il modello distingue con chiarezza tre insiemi coerenti, riconducibili a rischi che operano

prevalentemente a monte, a rischi di collegamento e a rischi che emergono a valle come esiti osservabili.

I rischi collocati ai livelli inferiori della gerarchia ISM rappresentano condizioni strutturali e decisionali iniziali. Essi includono tipicamente elementi legati all'allineamento strategico, alla qualità della governance, alle capacità organizzative e alla struttura dei diritti decisionali. Si tratta di rischi che raramente si manifestano immediatamente come problemi visibili, ma che esercitano un'influenza diffusa su molte altre dimensioni del sistema.

I livelli intermedi raccolgono invece i rischi di collegamento, che agiscono come meccanismi di trasmissione e amplificazione. In questa categoria rientrano i rischi connessi alla misurazione dell'impatto, allo stakeholder engagement e ai processi di monitoraggio. Questi rischi non sono semplici esiti, ma nemmeno cause ultime: costituiscono piuttosto il punto di snodo attraverso cui le decisioni prese a monte si traducono in dinamiche operative concrete, attenuando o accentuando le fragilità iniziali.

Infine, i livelli superiori della gerarchia ISM comprendono i rischi a valle, che emergono come risultati osservabili del funzionamento complessivo del sistema. Tra questi figurano i rischi reputazionali, le difficoltà di liquidità ed exit, i problemi di sostenibilità finanziaria e i fallimenti di execution. Sono questi i rischi che tendono ad attirare maggiore attenzione nella pratica manageriale, proprio perché più visibili e immediatamente "costosi", ma che spesso risultano già determinati dalle decisioni assunte nelle fasi precedenti.

Nel caso analizzato, la procedura di livellizzazione conduce a una struttura articolata in tre livelli principali, coerente sia con la classificazione concettuale preliminare adottata nella costruzione della short list sia con i pattern di transitività emersi nell'analisi della reachability matrix.

Livello ISM	Ruolo	Rischi	Blocchi interpretativi
Livello I (a valle)	Esiti finali (Manifestazioni finali del sistema)	R9, R10, R11, R12, R13	Tutti
Livello II (intermedio)	Collegamento (Trasmissione e amplificazione)	R4, R5, R6, R7, R8	Cuore dei blocchi
Livello III (a monte)	Driver strutturali (Condizioni iniziali)	R1, R2, R3	Origine dei blocchi

Tabella 9: Gerarchia dei rischi (livelli ISM) e collegamento ai blocchi interpretativi

Livello I: Rischi a valle (esiti osservabili): il livello più alto della gerarchia ISM è occupato dai rischi R9–R13, che rappresentano gli esiti osservabili del sistema di rischio nel social/impact venture capital. Si tratta di rischi che non attivano ulteriori dinamiche causali e che tendono a manifestarsi prevalentemente come risultati finali di catene decisionali sviluppatesi nelle fasi precedenti del ciclo di investimento. Proprio per la loro visibilità e per le conseguenze economiche e reputazionali associate, questi rischi concentrano spesso l'attenzione manageriale.

In questo livello rientrano:

- R9 – Rischio reputazionale, inteso come perdita di legittimazione presso investitori, stakeholder e mercato;
- R10 – Difficoltà di exit e di liquidità, che riflettono problemi nel disinvestimento o nella valorizzazione dell'investimento;
- R11 – Diritti di controllo, quando assetti decisionali e clausole contrattuali diventano fonte di rigidità o conflitto nelle fasi finali;
- R12 – Sostenibilità finanziaria di breve periodo, legata alla tenuta economica immediata dell'iniziativa;
- R13 – Execution risk, inteso come scostamento persistente tra piano e implementazione.

Il modello ISM evidenzia che questi rischi non operano come cause originarie delle criticità, ma tendono a emergere quando fragilità strutturali e di processo non vengono intercettate e gestite nelle fasi precedenti. Essi rappresentano quindi il punto di arrivo di dinamiche già innescate a monte, più che eventi isolati o improvvisi.

Livello II: Rischi di collegamento (meccanismi di trasmissione): il livello intermedio della gerarchia ISM, che comprende i rischi R4–R8, svolge una funzione cruciale nel funzionamento complessivo del sistema. I rischi collocati in questa fascia risultano influenzati dalle decisioni strategiche e organizzative prese a monte, ma al tempo stesso esercitano un'influenza significativa sugli esiti a valle, agendo come meccanismi di trasmissione, amplificazione o attenuazione delle fragilità iniziali.

In questo livello sono inclusi:

- R4 – Robustezza del modello operativo, relativa alla solidità dei processi e delle modalità di implementazione;
- R5 – Misurabilità dell'impatto, intesa come disponibilità di indicatori affidabili e realmente utilizzabili a fini decisionali;
- R6 – Impact shortfall, ovvero il mancato raggiungimento dell'impatto atteso;
- R7 – Impatti negativi non intenzionali, legati a effetti indesiderati o controproducenti;
- R8 – Stakeholder engagement, riferito alla qualità e alla stabilità delle relazioni con attori chiave.

Dal punto di vista interpretativo, questo livello rappresenta lo spazio in cui le scelte strategiche e di governance si traducono in dinamiche operative concrete. È in questa fascia che il sistema "decide" se una fragilità iniziale rimane circoscritta e gestibile oppure se si consolida e si propaga, fino a produrre esiti critici nelle fasi finali dell'investimento.

Livello III: Rischi a monte (condizioni strutturali e decisionali): alla base della gerarchia ISM si collocano i rischi R1–R3, che operano come driver strutturali del sistema. Questi rischi sono caratterizzati da un elevato potere di influenza e da una bassa dipendenza dagli altri rischi, configurandosi come condizioni iniziali che orientano l'intero processo di investimento.

In particolare, il livello include:

- R1 – Allineamento tra finanza e impatto, inteso come coerenza tra modello economico e impact thesis;

- R2 – Qualità della governance, riferita alla capacità degli organi decisionali di indirizzare e controllare l'investimento;
 - R3 – Capacità del team, legata alle competenze manageriali e operative disponibili.
- Questi rischi non producono effetti immediatamente osservabili, ma condizionano in modo profondo il funzionamento complessivo del sistema. Il modello ISM mostra chiaramente che decisioni problematiche assunte in questa fase iniziale non "causano" direttamente fallimenti finanziari o reputazionali, ma aumentano in modo sistematico la probabilità che, attraverso i rischi di collegamento, emergano esiti critici a valle.

<i>Livello ISM</i>	<i>Ruolo nel sistema</i>	<i>Rischi inclusi</i>	<i>Descrizione sintetica e funzione causale</i>	<i>Blocchi interpretativi coinvolti</i>
Livello I (a valle)	Esiti finali	R9 – R10 – R11 – R12 – R13	Rischi che emergono come risultati osservabili del processo di investimento. Non attivano altri rischi, ma riflettono l'accumulo di fragilità e decisioni prese nelle fasi precedenti. Includono rischi reputazionali, difficoltà di exit, tensioni di liquidità, problemi di sostenibilità finanziaria ed execution complessiva.	Tutti i blocchi interpretativi: gli esiti finali sono comuni ai diversi meccanismi di propagazione e variano principalmente per la forma dell'esito, non per la logica causale di fondo.
Livello II (intermedio)	Rischi di collegamento	R4 – R5 – R6 – R7 – R8	Rischi che traducono decisioni e condizioni a monte in dinamiche operative concrete. Agiscono come meccanismi di trasmissione e amplificazione del rischio, rendendo visibili nel tempo le fragilità strutturali iniziali. Comprendono il modello operativo, la misurazione dell'impatto, l'impact shortfall, la gestione degli impatti negativi e lo stakeholder engagement.	Cuore dei blocchi interpretativi: definiscono il percorso specifico attraverso cui i driver strutturali si trasformano in esiti a valle.
Livello III (a monte)	Driver strutturali	R1 – R2 – R3	Rischi che agiscono come condizioni iniziali del sistema di investimento. Presentano elevata capacità di influenzare altri rischi e bassa dipendenza dal sistema. Riguardano l'allineamento tra finanza e impatto, gli assetti di governance e la capacità del team.	Origine dei blocchi interpretativi: ciascun blocco prende avvio da uno o più driver strutturali distinti, che attivano le diverse catene causali.

Tabella 10: Gerarchia dei rischi (livelli ISM), ruolo causale e collegamento ai blocchi interpretativi

Il rapporto tra i livelli ISM e i blocchi interpretativi può essere compreso leggendo ciascun blocco come un percorso verticale che attraversa l'intera gerarchia dei rischi. Ogni blocco interpretativo prende avvio da uno o più rischi collocati al Livello III, ossia dai driver strutturali del sistema, si sviluppa attraverso un insieme specifico di rischi del Livello II, che operano come meccanismi di collegamento e amplificazione, e si manifesta infine in una famiglia di esiti osservabili al Livello I.

In questa prospettiva, i blocchi interpretativi non coincidono con i livelli ISM né li sostituiscono. Al contrario, li attraversano. La gerarchia ISM fornisce una rappresentazione statica della posizione strutturale dei rischi all'interno del sistema, mentre i blocchi interpretativi introducono una lettura dinamica, chiarendo come tali posizioni vengano connesse nel tempo attraverso sequenze causali ricorrenti.

La Tabella 11 sintetizza questo collegamento, mostrando per ciascun blocco interpretativo i rischi a monte da cui prende origine, i rischi di collegamento attraverso cui si sviluppa e gli esiti a valle in cui tende a manifestarsi.

<i>Blocco interpretativo</i>	<i>Rischi a monte</i>	<i>Rischi di collegamento</i>	<i>Esiti a valle</i>
Blocco interpretativo 1	R1	R5, R6, R8	R9–R13
Blocco interpretativo 2	R2	R4, R5	R9–R13
Blocco interpretativo 3	R3	R7, R8	R9–R13
Blocco interpretativo 4	—	—	Co-emergenza R10–R13

Tabella 11: Blocchi interpretativi e catene causali minime

Un esempio aiuta a chiarire il meccanismo. Un blocco interpretativo può avere origine da un rischio a monte come il debole allineamento tra obiettivi finanziari e di impatto (R1). Questa fragilità iniziale non si traduce immediatamente in un esito negativo osservabile, ma tende a riflettersi, nel tempo, in difficoltà nella progettazione e nell'utilizzo dei sistemi di misurazione dell'impatto (R5) e in una gestione meno efficace delle relazioni con stakeholder rilevanti, quali investitori, partner pubblici o comunità locali (R8). Se queste tensioni non vengono intercettate e corrette, esse finiscono per emergere come esiti a valle, sotto forma di rischio reputazionale (R9) e, successivamente, di difficoltà di exit, problemi di liquidità, incertezza sulla sostenibilità finanziaria o criticità di execution complessiva dell'investimento (R10–R13).

La gerarchia ISM rende esplicito che R1 occupa una posizione strutturalmente a monte del sistema e che i rischi R9–R13 si collocano a valle come esiti finali. Il blocco interpretativo, invece, rende visibile il meccanismo concreto che collega queste posizioni, mostrando attraverso quali passaggi intermedi una decisione o una fragilità iniziale possa propagarsi lungo il ciclo di investimento.

In questo senso, livelli ISM e blocchi interpretativi svolgono funzioni complementari: i primi descrivono l'architettura del sistema di rischio, i secondi ne spiegano la dinamica causale.

5.11 Costruzione del digrafo ISM e rimozione della transitività

Una volta costruita e interpretata la matrice di raggiungibilità finale, il protocollo ISM prevede un ulteriore passaggio volto a rendere la struttura causale dei rischi più leggibile e intuitiva: la costruzione del digrafo, ossia la rappresentazione grafica orientata delle relazioni di influenza tra i rischi. Il digrafo non svolge una funzione di calcolo, ma di sintesi concettuale e visuale. Il suo scopo è mostrare in modo immediato come i rischi si dispongono all'interno del sistema e attraverso quali percorsi le fragilità iniziali tendono a propagarsi fino agli esiti osservabili a valle.

Se il digrafo fosse costruito direttamente a partire dalla matrice di raggiungibilità finale, includerebbe indistintamente tutte le relazioni presenti nella matrice, comprese quelle che emergono esclusivamente per effetto della transitività. Il risultato sarebbe una rete estremamente densa, caratterizzata da un elevato numero di collegamenti ridondanti, difficilmente interpretabile e poco utile dal punto di vista analitico. In un sistema complesso

come quello del social/impact venture capital, una rappresentazione eccessivamente carica di archi rischierebbe di appiattare le differenze tra relazioni fondamentali e relazioni derivate, finendo per oscurare, anziché chiarire, i meccanismi causali rilevanti.

Per questa ragione, il protocollo ISM prevede esplicitamente la rimozione della transitività nella fase di costruzione del digrafo. Rimuovere la transitività non significa negare l'esistenza delle relazioni indirette, né tantomeno eliminare informazione dal modello. Al contrario, si tratta di una scelta interpretativa volta a evitare che lo stesso meccanismo causale venga rappresentato più volte sotto forme diverse. Se un rischio A influenza un rischio B e B influenza un rischio C, l'influenza indiretta di A su C è già pienamente spiegata dal percorso $A \rightarrow B \rightarrow C$. Inserire anche un arco diretto $A \rightarrow C$ nel digrafo non aggiungerebbe nuova informazione causale, ma renderebbe la rappresentazione più complessa e meno leggibile.

La rimozione della transitività consente quindi di isolare la struttura causale essenziale del sistema, mantenendo nel grafo soltanto le relazioni di influenza che non sono spiegabili attraverso percorsi alternativi. Il digrafo risultante rappresenta una versione "minima", ma completa, dell'architettura del rischio: ogni arco presente ha un significato interpretativo autonomo e contribuisce in modo diretto alla comprensione del funzionamento del sistema.

Dal punto di vista operativo, la costruzione del digrafo avviene partendo dalla matrice di raggiungibilità finale e analizzando sistematicamente tutte le relazioni di influenza. Per ciascun collegamento tra due rischi, si verifica se tale relazione possa essere interamente spiegata da una o più catene causali già presenti nella matrice. Quando ciò accade, il collegamento viene considerato ridondante e viene rimosso dal digrafo. Restano invece nel grafo solo le relazioni che rappresentano influenze dirette non riducibili, ossia quelle che costituiscono i veri "mattoni" causali del sistema.

Il risultato di questo processo è un grafo orientato che riflette la gerarchia dei rischi individuata attraverso la livellizzazione ISM, ma in una forma visiva immediatamente interpretabile. I rischi a monte si collocano nella parte inferiore del grafo e sono caratterizzati da numerose relazioni in uscita; i rischi di collegamento occupano posizioni centrali e svolgono una funzione di trasmissione e amplificazione; gli esiti a valle si collocano nella parte superiore e risultano prevalentemente caratterizzati da relazioni in entrata. I percorsi che attraversano il digrafo rendono visibile come decisioni e condizioni iniziali possano, nel tempo, tradursi in criticità finanziarie, operative o reputazionali.

In questo senso, il digrafo non sostituisce la matrice di raggiungibilità, ma la completa. La matrice consente di identificare tutte le possibili traiettorie di propagazione del rischio, mentre il digrafo mette in evidenza la struttura causale fondamentale su cui tali traiettorie si fondano. È proprio questa struttura essenziale che rende il modello utilizzabile non solo come strumento analitico, ma anche come supporto alla riflessione decisionale e alla governance del rischio.

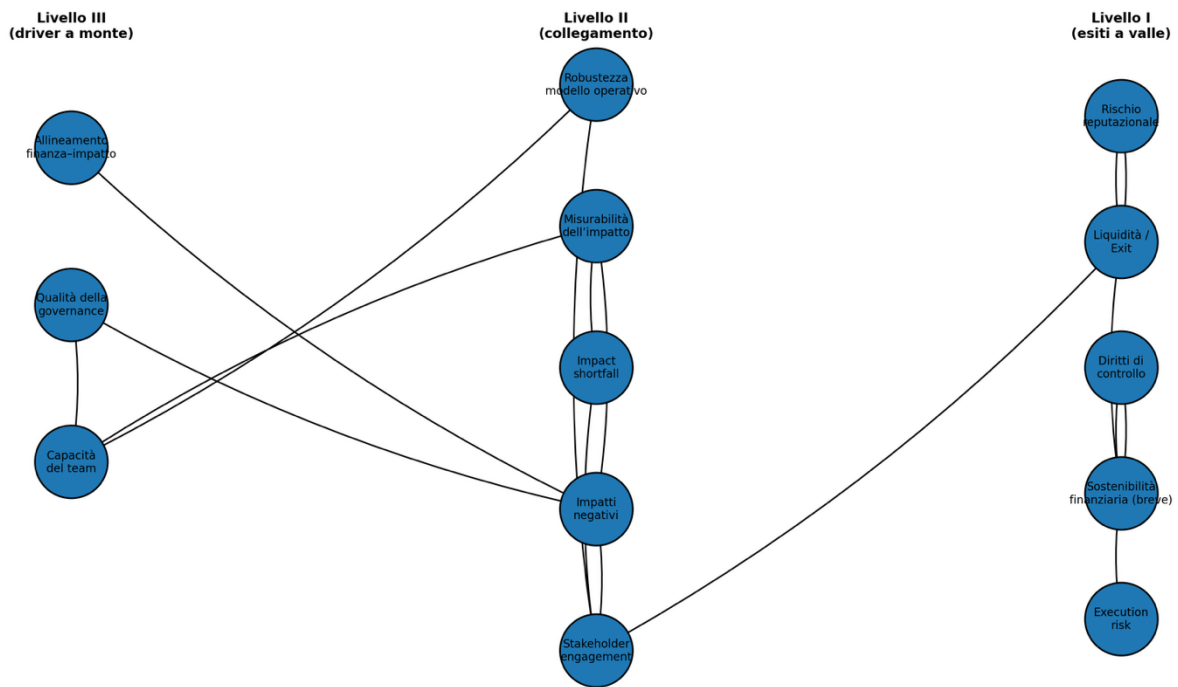


Figura 6: Digrafo ISM finale

Nel caso analizzato, il digrafo ISM consente di “mettere in scena” una dinamica molto concreta: i problemi più critici che un fondo di impact investing osserva alla fine del percorso, reputazione, exit, liquidità, sostenibilità finanziaria ed execution, non nascono in quella fase. Essi affondano le proprie radici in decisioni e condizioni strutturali assunte a monte e diventano visibili solo dopo essersi propagate attraverso una serie di snodi intermedi.

Alla base del digrafo si collocano tre rischi che operano come inneschi principali del sistema: l’allineamento tra obiettivi finanziari e di impatto (R1), la qualità della governance (R2) e la capacità del team (R3). Il modello suggerisce che questi elementi non rappresentano semplicemente “un rischio tra tanti”, ma costituiscono le condizioni strutturali che determinano il grado di robustezza complessiva del processo di investimento. Quando uno o più di questi fattori risultano deboli, non si genera immediatamente un fallimento, ma aumenta in modo sistematico la probabilità che emergano criticità operative nelle fasi successive.

Il primo snodo rilevante che il digrafo rende visibile riguarda il passaggio verso la robustezza del modello operativo (R4) e, soprattutto, verso la coppia costituita dalla misurabilità dell’impatto (R5) e dal rischio di impact shortfall (R6). In termini interpretativi, il modello indica che fragilità a monte, come una strategia poco coerente, assetti di governance inadeguati o competenze insufficienti, tendono a riflettersi nel modo in cui il progetto opera concretamente e, in particolare, nel modo in cui misura e governa l’impatto. Questo passaggio è particolarmente significativo nel contesto del social/impact venture capital, poiché la misurazione non emerge come un mero adempimento informativo, ma come una componente essenziale della macchina decisionale. Quando tale componente è

debole, la capacità di intercettare segnali precoci e di correggere la rotta si riduce, rendendo più probabile il mancato raggiungimento degli outcome attesi.

Un ulteriore snodo centrale del digrafo è rappresentato dallo stakeholder engagement (R8), che nel caso analizzato assume chiaramente il ruolo di amplificatore sistemico. Quando si manifestano problemi nella misurazione o nei risultati di impatto (R5–R6), o quando emergono impatti negativi non intenzionali (R7), diventa più probabile un deterioramento delle relazioni con investitori, partner, enti pubblici, comunità e altri attori chiave. In questa prospettiva, lo stakeholder engagement non appare come una dimensione “soft”, ma come un canale attraverso cui criticità inizialmente tecniche o operative si trasformano in problemi di legittimazione e fiducia.

A partire da questo punto, il digrafo mostra una transizione relativamente netta verso gli esiti finali. Il primo segnale di emersione a valle è rappresentato dal rischio reputazionale (R9), che nel modello si configura come un esito tipico quando le tensioni precedenti non vengono intercettate e gestite in modo efficace. Una volta compromessa la reputazione, il sistema tende a scivolare rapidamente verso esiti più marcatamente finanziari e operativi: in primo luogo le difficoltà di liquidità ed exit (R10) e, a cascata, le rigidità o i conflitti legati ai diritti di controllo (R11), l’incertezza sulla sostenibilità finanziaria di breve periodo (R12) e l’execution risk (R13).

Questa parte finale del digrafo è particolarmente informativa, perché chiarisce che le difficoltà di exit e di liquidità non si configurano semplicemente come “problemi di mercato” o di tempistica. Nel caso analizzato, esse rappresentano il punto di convergenza di una pluralità di fragilità accumulate nel tempo. Allo stesso modo, la sostenibilità finanziaria di breve periodo e l’execution risk emergono come esiti congiunti: quando il sistema è già sotto pressione a causa di scelte iniziali problematiche, misurazione debole e tensioni con gli stakeholder, aumentano contemporaneamente gli scostamenti dal piano, i problemi di cassa e le difficoltà di esecuzione.

Nel complesso, il digrafo del caso analizzato restituisce quattro messaggi di contenuto particolarmente rilevanti sul piano gestionale. In primo luogo, il rischio più rilevante non si colloca esclusivamente a valle: i rischi finali (R9–R13) sono quelli più visibili e costosi, ma risultano spesso essere la conseguenza di fragilità strutturali a monte (R1–R3) che si sono propagate senza essere corrette. In secondo luogo, misurazione e gestione dell’impatto non costituiscono dimensioni accessorie: la misurabilità dell’impatto e l’impact shortfall (R5–R6) rappresentano snodi centrali attraverso cui il rischio tende a spostarsi verso stakeholder, reputazione ed esiti finanziari-operativi. In terzo luogo, lo stakeholder engagement (R8) emerge come un vero e proprio moltiplicatore sistemico, attraverso cui i problemi diventano più visibili, contestabili e difficili da governare. Infine, gli esiti a valle tendono a manifestarsi congiuntamente: exit e liquidità (R10), sostenibilità finanziaria di breve periodo (R12) ed execution risk (R13) non appaiono come eventi isolati, ma come un insieme coerente di conseguenze quando il sistema ha accumulato tensioni lungo l’intero ciclo di investimento.

5.12 Analisi MICMAC standard

Dopo aver ricostruito la gerarchia dei rischi attraverso l'Interpretive Structural Modeling, l'analisi MICMAC rappresenta un ulteriore passo di sintesi e interpretazione. Se l'ISM risponde alla domanda "in che ordine causale si dispongono i rischi?", il MICMAC risponde a una domanda complementare: "che ruolo svolge ciascun rischio nel sistema nel suo complesso?".

L'obiettivo non è introdurre nuove relazioni, ma rileggere la stessa struttura causale già emersa dalla matrice di raggiungibilità finale, mettendo a fuoco il peso sistemico di ciascun rischio. In questo senso, il MICMAC non è un metodo alternativo all'ISM, ma una lente diversa applicata allo stesso impianto informativo.

5.12.1 Razionale MICMAC: driving power e dependence power

L'idea di fondo del MICMAC è estremamente intuitiva. In un sistema complesso, non tutti i rischi "contano" allo stesso modo: alcuni influenzano molti altri elementi del sistema, mentre altri dipendono quasi interamente da ciò che accade a monte.

Per catturare questa differenza, il MICMAC utilizza due indicatori semplici:

- driving power, che misura quanto un rischio influenza gli altri rischi del sistema;
- dependence power, che misura quanto un rischio è influenzato dagli altri.

Un rischio con elevato driving power è un rischio che, se si manifesta o viene gestito male, tende ad attivare o amplificare molti altri rischi. Al contrario, un rischio con elevato dependence power è un rischio che emerge soprattutto come conseguenza di decisioni o fragilità precedenti.

Questa distinzione è particolarmente utile nel social/impact venture capital, dove molti problemi che attirano l'attenzione manageriale, ad esempio difficoltà di exit, tensioni finanziarie o problemi reputazionali, sono in realtà esiti finali di dinamiche che hanno avuto origine molto prima. Il MICMAC aiuta proprio a rendere esplicita questa asimmetria.

5.12.2 Calcolo degli indici e regole operative

Dal punto di vista operativo, l'analisi MICMAC standard si basa direttamente sulla matrice di raggiungibilità finale, cioè sulla matrice che include sia le relazioni dirette sia quelle indirette emerse dall'applicazione della transitività.

Il calcolo degli indici è volutamente semplice:

- il driving power di un rischio corrisponde al numero di rischi che esso può raggiungere (direttamente o indirettamente), cioè al totale dei valori "1" presenti nella sua riga;
- il dependence power corrisponde al numero di rischi che possono influenzarlo, cioè al totale dei valori "1" presenti nella sua colonna.

Non vengono applicati pesi, soglie arbitrarie o trasformazioni complesse. L'analisi MICMAC standard mantiene una logica trasparente: più connessioni in uscita significa maggiore capacità di influenzare il sistema; più connessioni in entrata significa maggiore dipendenza dal sistema.

È importante sottolineare che questi valori non misurano l'intensità del rischio né la probabilità di accadimento. Misurano esclusivamente la posizione strutturale di ciascun rischio all'interno dell'architettura causale ricostruita con l'ISM.

5.12.3 Classificazione dei rischi nei quadranti (driver / linkage / dependent / autonomous)

Incrociando driving power e dependence power, il MICMAC consente di collocare ciascun rischio in uno dei quattro quadranti classici:

- Driver: alto driving power e bassa dipendenza. Sono i rischi che guidano il sistema.
- Dependent: bassa capacità di influenzare e alta dipendenza. Sono i rischi che emergono come esiti.
- Linkage: alto driving e alta dipendenza. Sono rischi instabili, che sia influenzano sia sono influenzati.
- Autonomous: bassa influenza e bassa dipendenza. Sono rischi marginali rispetto alla struttura complessiva.

Nel caso analizzato, la struttura della matrice di raggiungibilità finale produce un risultato molto netto. I rischi tendono a polarizzarsi in due gruppi principali: driver e dependent. Non emergono variabili autonome e le variabili intermedie, pur collocate nei livelli centrali dell'ISM, non mostrano un grado di feedback tale da collocarsi stabilmente nel quadrante linkage.

In altre parole, il sistema ricostruito non è caratterizzato da circolarità forti, ma da una chiara direzionalità causale: alcune condizioni strutturali influenzano il sistema, mentre altri rischi ne rappresentano gli esiti.

La Tabella 12 riporta i risultati dell'analisi MICMAC standard. I valori numerici di driving power e dependence power confermano quanto emerso già dall'ISM: rischi come l'allineamento tra finanza e impatto, la qualità della governance, la capacità del team e, in modo coerente, anche la robustezza del modello operativo, la misurabilità dell'impatto e lo stakeholder engagement si collocano nel quadrante dei driver. Al contrario, le difficoltà di exit e liquidità, la sostenibilità finanziaria di breve periodo e l'execution risk risultano chiaramente dependent, cioè fortemente influenzati dal resto del sistema.

Rischio	Driving power	Dependence power	Quadrante MICMAC
Allineamento finanza–impatto	13	1	Driver
Qualità della governance	12	8	Driver
Capacità del team	12	8	Driver
Robustezza del modello operativo	12	8	Driver
Misurabilità dell'impatto	12	8	Driver
Rischio di impact shortfall	12	8	Driver
Rischio di impatti negativi	12	8	Driver
Stakeholder engagement	12	8	Driver
Diritti di controllo	5	10	Dependent

Sostenibilità finanziaria di breve periodo	5	10	Dependent
Execution risk	3	12	Dependent
Dipendenza da contesto/regolazione	3	12	Dependent
Rischio di liquidità/exit	1	13	Dependent

Tabella 12: Risultati MICMAC standard

Questa lettura rafforza un messaggio centrale della tesi: nel campo del social/impact venture capital, i rischi che “fanno più rumore” non sono necessariamente quelli su cui è più efficace intervenire. Il MICMAC standard rende visibile, in modo immediato, che la leva gestionale principale si colloca a monte, nelle condizioni che strutturano il processo decisionale, e non negli esiti che emergono quando il sistema è già sotto stress.

Nel modello analizzato non emergono rischi classificati come linkage o autonomous nell’analisi MICMAC. Questo esito non segnala un limite dell’analisi né una debolezza del metodo, ma riflette una caratteristica strutturale ben definita del sistema di rischio così come ricostruito dalla matrice di raggiungibilità finale.

La struttura che emerge è infatti fortemente direzionale. I rischi sono organizzati lungo una traiettoria chiara che va dalle decisioni e condizioni iniziali agli esiti finali osservabili. I rischi che operano a monte del processo di investimento, come l’allineamento tra obiettivi finanziari e di impatto, la qualità della governance o la capacità del team, esercitano un’influenza che si propaga progressivamente lungo il ciclo di investimento. Al contrario, i rischi che emergono a valle, reputazione, exit, liquidità, sostenibilità finanziaria di breve periodo, execution, risultano principalmente come conseguenze di dinamiche precedenti e non attivano, a loro volta, effetti sistematici di ritorno verso le fasi iniziali.

In altri termini, il modello non evidenzia forti meccanismi di retroazione. Non si osservano cicli stabili in cui un rischio finale rientra a monte modificando in modo strutturale le condizioni decisionali originarie. In assenza di questi feedback, viene meno la condizione necessaria perché un rischio presenti simultaneamente un’elevata capacità di influenzare il sistema e un’elevata dipendenza da esso. È proprio questa combinazione che definisce i rischi linkage nell’analisi MICMAC. La loro assenza è quindi coerente con una struttura causale prevalentemente “in avanti”, più che circolare.

Allo stesso tempo, il modello non mostra la presenza di rischi marginali o isolati. Tutti i rischi inclusi risultano connessi al resto del sistema, direttamente o indirettamente, e nessuno presenta valori trascurabili sia di driving power sia di dependence power. Di conseguenza, non emergono nemmeno rischi autonomous, che sono tipicamente caratterizzati da una posizione periferica e da un’integrazione debole con le altre dinamiche del sistema.

Il risultato complessivo è una struttura polarizzata e ordinata. Da un lato si collocano rischi con un’elevata capacità di orientare il funzionamento del sistema, che assumono il ruolo di driver nella MICMAC. Dall’altro lato si collocano rischi che dipendono in modo marcato dalle decisioni e dalle fragilità precedenti, e che risultano dependent. Questa polarizzazione è pienamente coerente sia con la gerarchia emersa dall’ISM sia con l’interpretazione dei blocchi causali discussi nelle sezioni precedenti.

La Figura 1 sintetizza vivamente questa configurazione. La distribuzione dei rischi nei quadranti mostra in modo immediato l'assenza di aree intermedie instabili e conferma che il sistema di rischio del social/impact venture capital, così come ricostruito in questa analisi, è caratterizzato da una chiara separazione tra condizioni strutturali a monte ed esiti a valle. In questo senso, la mappa MICMAC non aggiunge nuove informazioni rispetto all'ISM, ma rafforza e rende più leggibile la logica causale già emersa, offrendo un ulteriore supporto interpretativo alla lettura dei risultati.

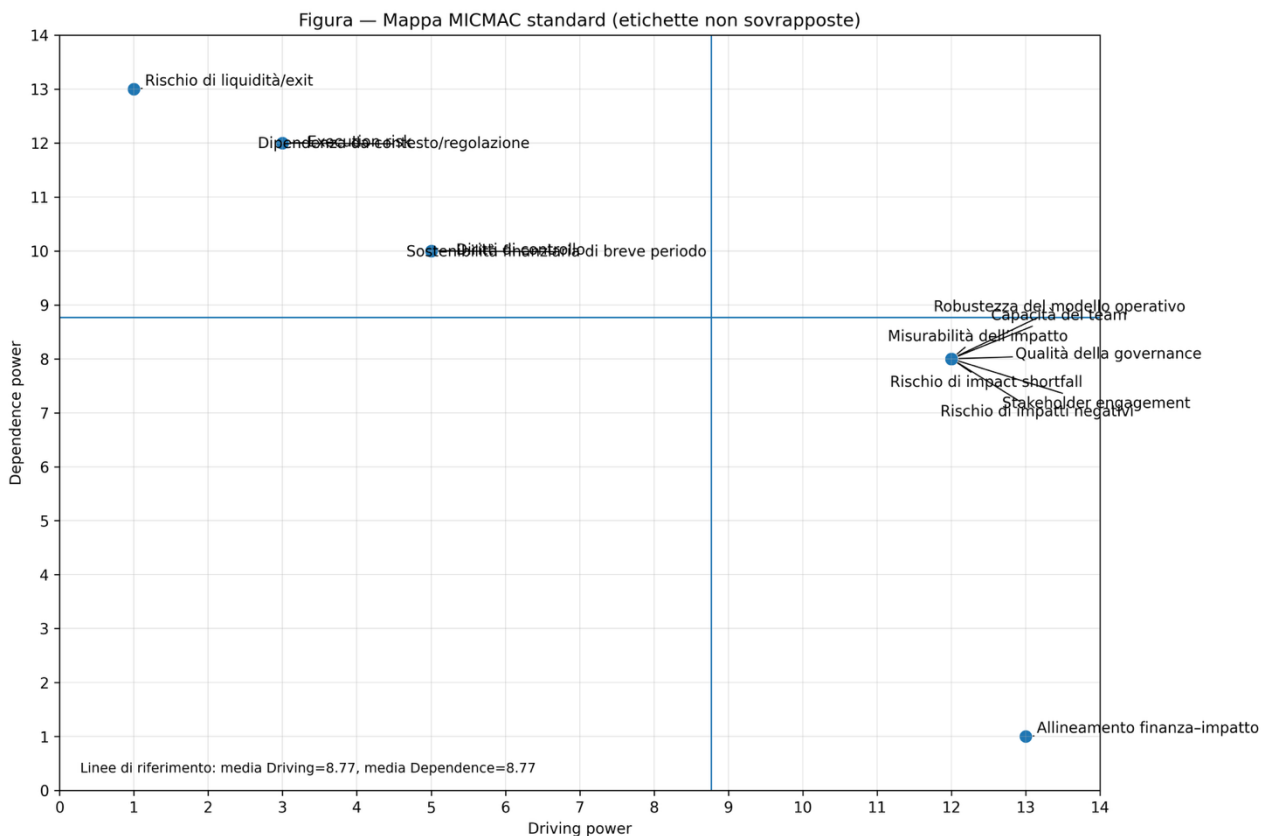


Figura 7: Mappa MICMAC standard

5.13 Coerenza e complementarità tra risultati ISM e MICMAC

ISM e MICMAC non forniscono la stessa informazione, ma osservano lo stesso sistema di rischio da due angolazioni diverse e pienamente compatibili. La loro integrazione consente di passare da una descrizione della struttura causale a una lettura del ruolo funzionale dei singoli rischi all'interno del sistema.

L'Interpretive Structural Modeling risponde a una domanda essenziale: dove si collocano i rischi lungo la catena causale del processo di investimento. Attraverso la livellizzazione, l'ISM ordina i rischi in base alla loro posizione temporale e strutturale nello sviluppo delle criticità. I rischi collocati nei livelli più bassi della gerarchia agiscono come condizioni iniziali: sono decisioni strategiche, assetti di governance o capacità organizzative che non producono effetti immediatamente visibili, ma che impostano il funzionamento complessivo del sistema. I livelli intermedi raccolgono invece quei rischi che traducono tali

condizioni iniziali in dinamiche operative concrete, funzionando da canali di trasmissione. Infine, i livelli più alti ospitano i rischi che emergono come esiti osservabili: problemi reputazionali, difficoltà di exit, tensioni di liquidità o criticità di execution. In questo senso, l'ISM costruisce una gerarchia verticale che chiarisce "che cosa viene prima" e "che cosa viene dopo" nel percorso di propagazione del rischio.

L'analisi MICMAC risponde a una domanda diversa. Non si concentra sulla posizione di un rischio nella sequenza causale, ma sul suo ruolo funzionale all'interno della rete: quanto un rischio è in grado di influenzare gli altri e quanto, invece, è influenzato da essi. Il driving power misura la capacità di un rischio di spingere il sistema, mentre la dependence power indica il grado in cui un rischio dipende dalle dinamiche altrui. Il risultato è una mappa trasversale che mostra se un rischio agisce prevalentemente come fonte di pressione o come punto di arrivo delle pressioni generate altrove.

Per questo motivo non vi è alcuna contraddizione nel fatto che uno stesso rischio possa occupare una posizione intermedia nella gerarchia ISM e, allo stesso tempo, essere classificato come driver nella MICMAC.

Nel caso analizzato, i rischi collocati al Livello II dell'ISM, come la robustezza del modello operativo, la misurabilità dell'impatto, il rischio di impact shortfall, la presenza di impatti negativi non intenzionali e la qualità dello stakeholder engagement, si trovano effettivamente nel mezzo delle catene causali. Non sono condizioni originarie, ma nemmeno esiti finali. Tuttavia, una volta che questi rischi si attivano, mostrano una forte capacità di orientare l'evoluzione del sistema verso quasi tutti gli esiti a valle. È per questo motivo che, nella MICMAC, presentano valori elevati di driving power e vengono classificati come driver.

Spesso ci si aspetta che i rischi di collegamento ricadano automaticamente nel quadrante linkage della MICMAC. Questo avviene però solo quando un rischio combina un'elevata capacità di influenzare il sistema con un'elevata dipendenza da un ampio insieme di altri rischi. Nel modello qui analizzato, i rischi di collegamento sono certamente influenti, ma la loro dipendenza è concentrata soprattutto sui rischi strutturali a monte, non sull'intero sistema. Di conseguenza, non soddisfano le condizioni per essere classificati come linkage e risultano invece pienamente coerenti con il quadrante dei driver.

In termini semplici: questi rischi si collocano nel mezzo delle catene causali, ma quando entrano in gioco esercitano una spinta forte e direzionale verso gli esiti finali.

Allo stesso modo, è perfettamente coerente che i rischi collocati a valle nella gerarchia ISM risultino dependent nella MICMAC. Rischi come reputazione, exit, liquidità, sostenibilità finanziaria di breve periodo ed execution presentano un'elevata dependence perché possono essere attivati da molteplici combinazioni di problemi precedenti. Al tempo stesso, mostrano un driving power ridotto perché, una volta emersi, non generano nuove dinamiche strutturali all'interno del sistema. Sono punti di arrivo, non di innesco.

In sintesi, l'ISM chiarisce dove un rischio si colloca nella storia del problema, mentre la MICMAC chiarisce quanto quel rischio spinge o subisce all'interno della rete. Nel caso analizzato, le due letture risultano pienamente allineate: i driver strutturali occupano le posizioni a monte, i rischi di collegamento si collocano in posizione intermedia ma con

elevata capacità di propagazione, e gli esiti finali si collocano a valle, fortemente dipendenti dalle dinamiche che li precedono.

5.14 Estensione fuzzy della MICMAC

L'analisi MICMAC standard consente di classificare i rischi in base a due dimensioni fondamentali: la loro capacità di influenzare il sistema nel suo complesso e il grado in cui, al contrario, dipendono dalle dinamiche generate da altri rischi. Come mostrato nel capitolo precedente, questa analisi fornisce già un quadro chiaro e coerente con i risultati dell'ISM: alcuni rischi emergono come fattori trainanti del sistema, mentre altri si configurano principalmente come esiti dipendenti delle decisioni e delle fragilità precedenti.

È tuttavia importante ricordare che la MICMAC standard si fonda su una rappresentazione binaria delle relazioni. Un legame tra due rischi è considerato presente oppure assente, senza ulteriori distinzioni. Questa impostazione è coerente con la logica dell'ISM e con l'obiettivo di ricostruire la struttura causale del sistema, ma comporta una semplificazione rilevante: tutte le relazioni vengono trattate come se avessero lo stesso peso, indipendentemente dalla loro intensità, dalla loro frequenza o dalla loro rilevanza nella pratica decisionale.

Nel contesto del social/impact venture capital, questa semplificazione può risultare limitante. Le relazioni tra rischi, infatti, non sono tutte equivalenti. Alcune influenze sono forti, ricorrenti e ampiamente riconosciute dagli operatori; altre sono più deboli, episodiche o dipendenti da specifiche condizioni di contesto. Trattare entrambe allo stesso modo consente di preservare la struttura generale del sistema, ma rischia di perdere informazione sulla qualità e sulla forza effettiva dei legami causali.

Per questa ragione, accanto alla MICMAC standard viene introdotta un'estensione fuzzy dell'analisi. L'obiettivo non è sostituire o "correggere" i risultati precedenti, ma arricchirli. La versione fuzzy consente di rappresentare il fatto che l'influenza di un rischio su un altro può essere più o meno intensa, più o meno stabile nel tempo e più o meno rilevante dal punto di vista decisionale.

Dal punto di vista concettuale, questo passaggio riflette un'osservazione molto semplice, ma cruciale: quando un esperto afferma che un rischio influenza un altro, raramente intende dire che tale influenza è automatica, costante e identica in ogni situazione. Più spesso, intende che l'influenza è probabile, significativa, ma soggetta a gradi e condizioni. La logica fuzzy permette di rappresentare questa gradualità in modo esplicito, senza rinunciare alla struttura causale già ricostruita con l'ISM e la MICMAC standard.

È importante sottolineare che l'estensione fuzzy non modifica né la matrice di raggiungibilità né la gerarchia ISM. La struttura delle relazioni resta invariata. Ciò che cambia è il modo in cui tali relazioni vengono ponderate. In questo senso, la fuzzy MICMAC opera su un livello analitico diverso: non ridefinisce "chi influenza chi", ma aiuta a comprendere quanto e con quale intensità i diversi rischi contribuiscono al funzionamento complessivo del sistema.

Dal punto di vista interpretativo, questo passaggio consente di affinare i risultati. Due rischi che nella MICMAC standard risultano entrambi classificati come driver possono svolgere ruoli molto diversi nella pratica: uno può essere un driver forte e sistemico, l'altro un driver più debole o fortemente condizionato dal contesto. La versione fuzzy rende visibili queste differenze, offrendo una lettura più fine e più aderente alla realtà decisionale dei fondi di impact investing.

In sintesi, l'introduzione della fuzzy MICMAC risponde a un'esigenza molto concreta: mantenere la struttura causale già identificata, ma arricchirla con un'informazione sulla forza delle relazioni. Questo consente di ottenere risultati più informativi, più realistici e più utili per l'interpretazione dei rischi e per le implicazioni operative che verranno discusse nella Parte II della tesi.

5.14.1 La logica fuzzy: metodologia generale

La logica fuzzy nasce per affrontare un problema molto concreto: molti fenomeni reali non funzionano in modo binario. Nella pratica, raramente qualcosa è solo "vero" o "falso", "presente" o "assente". Più spesso, le situazioni si collocano in una zona intermedia, fatta di gradazioni e giudizi parziali.

La logica classica obbliga invece a decisioni nette: una relazione esiste oppure no; un elemento appartiene oppure non appartiene a un insieme. Questo approccio è utile quando i confini sono chiari, ma diventa limitante quando si modellano fenomeni decisionali complessi basati su esperienza e valutazioni qualitative.

La logica fuzzy introduce un'idea semplice: l'appartenenza può essere parziale. Un elemento può appartenere a una categoria "in parte", con un certo grado, invece che in modo assoluto. Nella logica fuzzy, le relazioni non vengono trattate come semplicemente presenti o assenti. Invece di usare solo i valori 0 e 1, si utilizza una scala continua che va da 0 a 1.

Un valore pari a 0 indica che non esiste alcuna influenza. Un valore pari a 1 indica un'influenza piena e molto forte. I valori intermedi rappresentano situazioni gradualistiche, in cui l'influenza esiste ma non è totale. Gli esperti coinvolti nella ricerca non ragionano in termini numerici. Quando viene chiesto loro se un rischio influenza un altro, rispondono usando espressioni qualitative, come "l'influenza è debole", "è moderata" oppure "è forte". Questo è perfettamente naturale, perché tali giudizi derivano dall'esperienza e dall'osservazione, non da misurazioni statistiche.

La fuzzyficazione è il passaggio metodologico che consente di trasformare questi giudizi qualitativi in valori numerici. Il primo passo consiste nel definire una scala linguistica condivisa. Nel caso della fuzzy MICMAC, una scala semplice e sufficiente è composta da tre livelli: influenza debole, influenza media e influenza forte. Questa scelta riflette il modo in cui gli esperti ragionano spontaneamente e riduce il rischio di ambiguità. Una volta definita la scala linguistica, a ciascun termine viene associato un insieme fuzzy. In termini molto semplici, un insieme fuzzy è una regola che assegna a quel giudizio un intervallo di valori compresi tra 0 e 1, invece di un singolo numero rigido. Nella maggior parte delle applicazioni, inclusa la fuzzy MICMAC, si utilizzano funzioni triangolari che sono semplici da

costruire, facili da interpretare e coerenti con il modo in cui le persone esprimono giudizi qualitativi.

Una funzione triangolare è definita da tre valori. Il primo è il valore minimo plausibile, il secondo è il valore centrale, cioè quello che rappresenta meglio il giudizio espresso, e il terzo è il valore massimo plausibile. Graficamente, questi tre punti formano un triangolo.

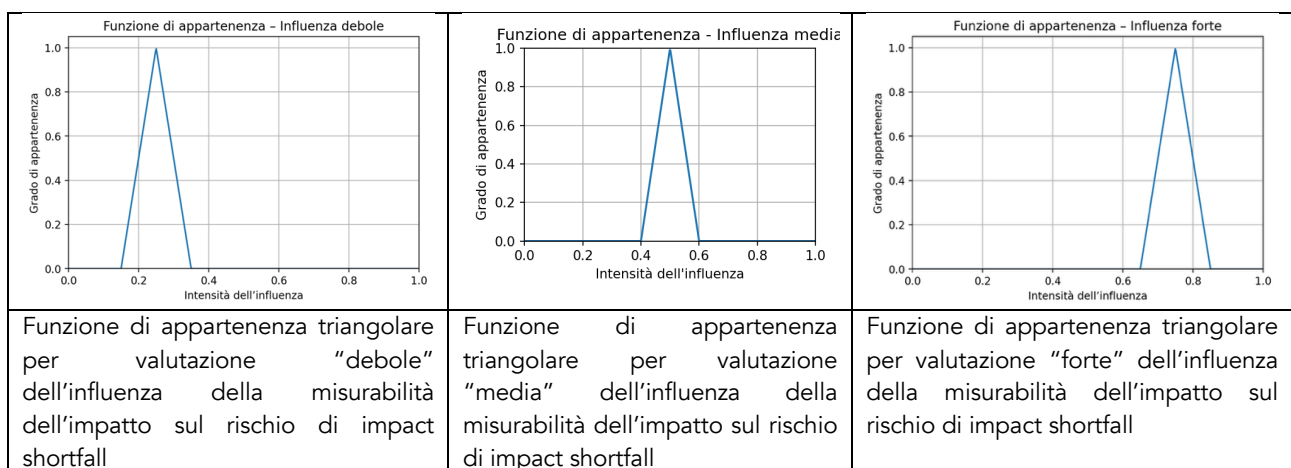
Un esempio chiarisce il punto.

Nel contesto di questa ricerca, il grado di appartenenza non riguarda "quanto è vero" un rischio, ma quanto è forte l'influenza che un rischio esercita su un altro, secondo la percezione degli esperti. Consideriamo la relazione tra "misurabilità dell'impatto" e "rischio di impact shortfall". Gli esperti concordano sul fatto che una misurazione debole dell'impatto renda più probabile non raggiungere l'impatto atteso. Tuttavia, questa influenza non è sempre assoluta. In alcuni casi, un'organizzazione può comunque produrre impatto grazie a competenze del team o a un modello operativo solido.

In un approccio binario, questa relazione verrebbe codificata semplicemente come presente (punteggio "1").

Se un esperto giudica l'influenza della misurabilità dell'impatto sul rischio di impact shortfall come "media", questo giudizio non viene tradotto in un singolo numero fisso. Viene invece rappresentato da un triangolo centrato, ad esempio, intorno a 0,5, con valori plausibili che possono estendersi leggermente sotto e sopra, come 0,4 e 0,6.

Allo stesso modo, un'influenza giudicata "debole" può essere rappresentata da un triangolo centrato intorno a 0,25, mentre un'influenza "forte" può essere centrata intorno a 0,75. Il valore centrale indica il punto più rappresentativo del giudizio, mentre i lati del triangolo indicano che valori vicini sono ancora compatibili con quel giudizio, anche se meno tipici.



Nota. Nelle figure, l'asse orizzontale indica l'intensità dell'influenza (da 0 a 1) e l'asse verticale quanto quel valore è coerente con il giudizio espresso. Ogni valutazione ("debole", "media", "forte") è rappresentata con una funzione triangolare: al centro del triangolo c'è il valore che meglio rappresenta il giudizio dell'esperto; spostandosi verso i lati, il grado di appartenenza diminuisce gradualmente fino ad arrivare a zero. Questo significa che i valori esterni al triangolo (ad esempio 0.0 o 0.4 per l'influenza debole, 0.6 o 1.0 per l'influenza forte) non sono esclusi dal modello, ma semplicemente non sono considerati compatibili con quel particolare giudizio linguistico.

Per semplicità e chiarezza espositiva, in questa tesi si utilizzano solo tre valutazioni (debole, media, forte). Nulla vieterebbe, in un'estensione del modello, di introdurre ulteriori categorie, ad esempio una valutazione "molto forte", che includa anche valori prossimi a 1.0, mantenendo la stessa logica di rappresentazione graduale.

La scelta di adottare la logica fuzzy, invece di un approccio probabilistico, dipende direttamente dal tipo di conoscenza utilizzata nella ricerca e dallo scopo dell'analisi. In questa tesi non si intende stimare la probabilità che un rischio ne generi un altro, né prevedere con quale frequenza una determinata sequenza di eventi possa verificarsi. L'obiettivo è diverso: ricostruire la struttura delle interdipendenze tra rischi nel processo di impact investing, facendo leva sui giudizi di operatori esperti.

Gli esperti coinvolti non dispongono di basi dati statistiche che consentano di associare probabilità misurabili alle relazioni tra rischi. Quando valutano se un rischio tende a influenzarne un altro, si basano sull'esperienza maturata nei processi decisionali e operativi, ed esprimono giudizi di tipo qualitativo e graduale, utilizzando formulazioni come "influenza debole", "moderata" o "forte". Queste valutazioni non hanno natura probabilistica in senso stretto. Un approccio probabilistico richiederebbe serie storiche omogenee, eventi ripetibili e contesti comparabili, condizioni che raramente si verificano nel social/impact venture capital, caratterizzato da modelli eterogenei, contesti istituzionali differenti e forte specificità dei singoli casi.

La logica fuzzy è invece pensata proprio per rappresentare questo tipo di conoscenza: giudizi esperti che esprimono intensità di influenza, non probabilità di accadimento. Essa consente di formalizzare valutazioni qualitative senza forzarle entro una struttura statistica che non sarebbe coerente con la natura dei dati disponibili.

Inoltre, l'estensione fuzzy della MICMAC mantiene pienamente l'impostazione strutturale e interpretativa dell'analisi. Non introduce obiettivi predittivi, ma arricchisce la lettura del sistema dei rischi, rendendo esplicita la gradualità e l'incertezza che caratterizzano le relazioni causali, in piena continuità con l'impianto ISM-MICMAC.

In sintesi, la logica fuzzy non viene adottata perché i dati siano "imprecisi", ma perché la conoscenza disponibile è qualitativa, graduata e basata sull'esperienza, non probabilistica. La tabella seguente riporta l'insieme delle relazioni causali tra rischi che sono state sottoposte alla valutazione dei 14 esperti e che costituiscono la base dell'analisi MICMAC fuzzy. Ogni riga rappresenta un arco del modello, cioè una relazione del tipo "il rischio A influenza il rischio B". Le colonne descrivono come questa relazione è stata valutata e trasformata in un valore numerico utilizzabile nell'analisi. Le colonne Tri_L, Tri_M e Tri_U rappresentano la terna fuzzy triangolare aggregata, che descrive rispettivamente:

- il limite inferiore dell'intensità percepita,
- il valore più rappresentativo,
- il limite superiore plausibile.

Questa rappresentazione consente di conservare informazione sulla dispersione dei giudizi. La colonna Peso defuzzificato (centroide) sintetizza la terna in un singolo valore compreso tra 0 e 1, utilizzato per costruire la matrice fuzzy e per il calcolo degli indici di driving e dependence.

Arco	Rischio di partenza	Rischio di arrivo	Tri_L	Tri_M	Tri_U	Peso defuzzificato
E01	Allineamento finanza–impatto	Qualità della governance	0,09	0,30	0,52	0,30
E02	Allineamento finanza–impatto	Capacità del team	0,09	0,32	0,56	0,32
E03	Allineamento finanza–impatto	Robustezza del modello operativo	0,30	0,50	0,70	0,50
E04	Allineamento finanza–impatto	Misurabilità dell’impatto	0,30	0,50	0,70	0,50
E05	Allineamento finanza–impatto	Rischio di impatti negativi	0,06	0,29	0,51	0,29
E06	Qualità della governance	Capacità del team	0,30	0,50	0,70	0,50
E07	Capacità del team	Qualità della governance	0,07	0,30	0,54	0,30
E08	Qualità della governance	Robustezza del modello operativo	0,30	0,50	0,70	0,50
E09	Qualità della governance	Misurabilità dell’impatto	0,30	0,50	0,70	0,50
E10	Qualità della governance	Rischio di impatti negativi	0,30	0,50	0,70	0,50
E11	Capacità del team	Robustezza del modello operativo	0,50	0,75	1,00	0,75
E12	Capacità del team	Misurabilità dell’impatto	0,30	0,50	0,70	0,50
E13	Misurabilità dell’impatto	Capacità del team	0,06	0,30	0,54	0,30
E14	Capacità del team	Rischio di impatti negativi	0,19	0,41	0,63	0,41
E15	Robustezza del modello operativo	Misurabilità dell’impatto	0,30	0,50	0,70	0,50
E16	Robustezza del modello operativo	Rischio di impact shortfall	0,30	0,50	0,70	0,50
E17	Robustezza del modello operativo	Rischio di impatti negativi	0,30	0,50	0,70	0,50
E18	Robustezza del modello operativo	Stakeholder engagement	0,11	0,34	0,57	0,34
E19	Misurabilità dell’impatto	Rischio di impact shortfall	0,30	0,50	0,70	0,50
E20	Misurabilità dell’impatto	Rischio di impatti negativi	0,21	0,43	0,64	0,43
E21	Rischio di impatti negativi	Misurabilità dell’impatto	0,33	0,55	0,78	0,55
E22	Misurabilità dell’impatto	Stakeholder engagement	0,30	0,50	0,70	0,50
E23	Rischio di impact shortfall	Rischio di impatti negativi	0,09	0,30	0,52	0,30
E24	Rischio di impact shortfall	Stakeholder engagement	0,30	0,50	0,70	0,50
E25	Rischio di impact shortfall	Rischio reputazionale	0,50	0,75	1,00	0,75
E26	Rischio di impatti negativi	Stakeholder engagement	0,50	0,75	1,00	0,75
E27	Stakeholder engagement	Rischio di impatti negativi	0,37	0,59	0,81	0,59
E28	Rischio di impatti negativi	Rischio reputazionale	0,50	0,75	1,00	0,75
E29	Rischio di impatti negativi	Rischio di liquidità/exit	0,30	0,50	0,70	0,50
E30	Stakeholder engagement	Rischio reputazionale	0,50	0,75	1,00	0,75
E31	Stakeholder engagement	Rischio di liquidità/exit	0,30	0,50	0,70	0,50
E32	Rischio reputazionale	Rischio di liquidità/exit	0,50	0,75	1,00	0,75
E33	Rischio di liquidità/exit	Rischio reputazionale	0,30	0,52	0,74	0,52
E34	Rischio reputazionale	Diritti di controllo	0,06	0,29	0,51	0,29
E35	Rischio di liquidità/exit	Diritti di controllo	0,24	0,43	0,62	0,43
E36	Rischio di liquidità/exit	Sostenibilità finanziaria (breve periodo)	0,30	0,50	0,70	0,50
E37	Diritti di controllo	Sostenibilità finanziaria (breve periodo)	0,30	0,50	0,70	0,50
E38	Sostenibilità finanziaria (breve periodo)	Diritti di controllo	0,36	0,57	0,79	0,57
E39	Diritti di controllo	Execution risk	0,30	0,50	0,70	0,50

Arco	Rischio di partenza	Rischio di arrivo	Tri_L	Tri_M	Tri_U	Peso defuzzificato
E40	Sostenibilità finanziaria (breve periodo)	Execution risk	0,50	0,75	1,00	0,75

Tabella 13: Relazioni causali aggregate e pesi fuzzy (MICMAC fuzzy). (I valori sono riportati con arrotondamento a due decimali al solo fine di migliorare la leggibilità. I calcoli della matrice fuzzy e degli indici MICMAC sono stati effettuati sui valori non arrotondati).

Dal punto di vista interpretativo, la tabella consente di distinguere con chiarezza tre grandi tipologie di relazioni, che riflettono diversi gradi di consenso e intensità percepita da parte degli esperti.

Un primo gruppo è costituito da relazioni valutate come mediamente forti e ampiamente condivise, caratterizzate da un peso defuzzificato pari a 0,50. In questi casi gli esperti riconoscono l'esistenza di un'influenza stabile e rilevante, pur senza considerarla dominante o esclusiva. Rientrano in questo gruppo, ad esempio, i legami tra allineamento finanza-impatto e misurabilità dell'impatto, tra qualità della governance e robustezza del modello operativo, tra misurabilità dell'impatto e rischio di impact shortfall, così come tra rischio di liquidità/exit e sostenibilità finanziaria di breve periodo. Si tratta di connessioni strutturali del sistema, che rappresentano snodi ricorrenti nel processo decisionale del social/impact venture capital e che risultano riconosciuti in modo piuttosto uniforme dall'intero panel.

Un secondo gruppo comprende invece relazioni percepite come forti, con pesi pari a 0,75 o superiori. In questi casi emerge un consenso elevato sul fatto che il rischio di partenza eserciti un'influenza particolarmente incisiva su quello di arrivo. Appartengono a questo insieme, tra le altre, le relazioni tra capacità del team e robustezza del modello operativo, tra rischio di impact shortfall e rischio reputazionale, tra rischio di impatti negativi e stakeholder engagement, tra stakeholder engagement e rischio reputazionale, nonché tra sostenibilità finanziaria di breve periodo ed execution risk. Questi archi individuano meccanismi di propagazione critici, attraverso i quali le fragilità tendono a tradursi rapidamente in esiti visibili e difficilmente reversibili.

Un terzo gruppo riguarda infine relazioni più deboli o più controverse, con pesi concentrati intorno all'intervallo 0,28-0,32. In questi casi l'influenza viene riconosciuta solo da una parte degli esperti, oppure è giudicata meno sistematica e più dipendente dal contesto specifico. Ne sono esempi i legami tra allineamento finanza-impatto e qualità della governance, tra allineamento finanza-impatto e rischio di impatti negativi, tra capacità del team e qualità della governance, e tra rischio reputazionale e diritti di controllo. Queste relazioni non vengono escluse dal modello, ma contribuiscono con un peso più contenuto, riflettendo la maggiore eterogeneità delle esperienze e delle valutazioni emerse durante l'elicitation.

Nel loro insieme, questi tre gruppi mostrano come la fuzzy MICMAC non si limiti a confermare l'esistenza delle relazioni causali già identificate, ma consenta di qualificare tali relazioni in termini di intensità e consenso, offrendo una lettura più fine e aderente alla complessità del sistema di rischio analizzato.

5.14.2 Matrice di adiacenza fuzzy del modello

La tabella seguente rappresenta la matrice di adiacenza fuzzy del modello. Questo passaggio segna il momento in cui le singole relazioni causali, analizzate una per una nella tabella precedente, vengono ricomposte in una struttura sistemica unitaria, capace di descrivere come l'insieme dei rischi interagisce nel suo complesso.

Le righe indicano il rischio di partenza, mentre le colonne indicano il rischio di arrivo. Ogni cella riporta il peso fuzzy defuzzificato dell'influenza esercitata dal rischio di riga sul rischio di colonna.

Un valore pari a 0 indica che non è stata identificata alcuna influenza diretta tra i due rischi; valori maggiori di 0 segnalano invece la presenza di una relazione, tanto più intensa quanto più il valore si avvicina a 1.

I valori sulla diagonale principale sono pari a 1 per convenzione metodologica: rappresentano l'auto-relazione, necessaria per il calcolo formale degli indici MICMAC, ma priva di significato interpretativo sostantivo.

Da \ A	Allineamento finanza- impatto	Capacità del team	Diritti di controllo	Execution risk	Misurabilità dell'impatto	Qualità della governance	Rischio di impact shortfall	Rischio di impatti negativi	Rischio di liquidità/exit	Rischio reputazionale	Robustezza del modello operativo	Sostenibilità finanziaria (breve periodo)	Stakeholder engagement
Allineamento finanza- impatto	1,00	0,32	0,00	0,00	0,50	0,30	0,00	0,29	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00
Capacità del team	0,00	1,00	0,00	0,00	0,50	0,30	0,00	0,41	0,00	0,00	0,75	0,00	0,00
Diritti di controllo	0,00	0,00	1,00	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
Execution risk	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Misurabilità dell'impatto	0,00	0,30	0,00	0,00	1,00	0,00	0,50	0,43	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
Qualità della governance	0,00	0,50	0,00	0,00	0,50	1,00	0,00	0,50	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00
Rischio di impact shortfall	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,30	0,00	0,75	0,00	0,00	0,50
Rischio di impatti negativi	0,00	0,00	0,00	0,00	0,55	0,00	0,00	1,00	0,50	0,75	0,00	0,00	0,75
Rischio di liquidità/exit	0,00	0,00	0,43	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,52	0,00	0,50	0,00
Rischio reputazionale	0,00	0,00	0,29	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,75	1,00	0,00	0,00	0,00
Robustezza del modello operativo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00	0,50	0,50	0,00	0,00	1,00	0,00	0,34
Sostenibilità finanziaria (breve periodo)	0,00	0,00	0,57	0,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
Stakeholder engagement	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,59	0,50	0,75	0,00	0,00	

Tabella 14: Matrice di adiacenza fuzzy dei rischi

Dal punto di vista del contenuto, la matrice rende immediatamente visibili alcune strutture chiave del sistema di rischio.

Anzitutto, l'allineamento finanza-impatto mostra un ruolo chiaramente a monte. Dalla sua riga partono influenze verso la capacità del team, la qualità della governance, la misurabilità

dell'impatto e la robustezza del modello operativo, con pesi compresi tra circa 0,30 e 0,50. Questo indica che gli esperti percepiscono l'allineamento iniziale come una condizione che orienta in modo significativo le scelte organizzative e operative, senza però produrre effetti diretti sugli esiti finali.

La capacità del team emerge come uno snodo particolarmente rilevante. Essa influenza in modo molto forte la robustezza del modello operativo (0,75) e in modo moderato la misurabilità dell'impatto e il rischio di impatti negativi. Questo suggerisce che la qualità delle competenze è vista come un fattore decisivo per tradurre le intenzioni strategiche in capacità operative concrete.

La qualità della governance presenta un profilo analogo. Influenza la capacità del team, la misurabilità dell'impatto, la robustezza del modello operativo e il rischio di impatti negativi, tutti con pesi pari a 0,50, confermando il suo ruolo di meccanismo di indirizzo e coordinamento più che di generatore diretto di esiti finanziari o reputazionali.

La robustezza del modello operativo e la misurabilità dell'impatto occupano una posizione chiaramente intermedia. Entrambe trasmettono influenze verso il rischio di impact shortfall, il rischio di impatti negativi e lo stakeholder engagement. In particolare, la misurabilità dell'impatto mostra una relazione relativamente forte con il rischio di impatti negativi (0,43) e con lo stakeholder engagement (0,50), segnalando che carenze nella misurazione tendono a riflettersi sia sugli esiti sociali sia sulla qualità delle relazioni esterne.

Il rischio di impact shortfall e il rischio di impatti negativi rappresentano un passaggio cruciale verso gli esiti a valle. Il primo influenza in modo molto forte il rischio reputazionale (0,75), mentre il secondo esercita un'influenza significativa sia sul rischio reputazionale sia sul rischio di liquidità/exit (0,75 e 0,50). Questo rende evidente come i problemi di impatto non restino confinati alla sfera sociale, ma tendano a propagarsi verso dimensioni finanziarie e di mercato.

Lo stakeholder engagement appare come uno degli ultimi snodi prima degli esiti finali. Influenza sia il rischio reputazionale sia il rischio di liquidità/exit con pesi elevati (0,75 e 0,50), confermando che relazioni deboli o conflittuali con gli stakeholder possono tradursi rapidamente in difficoltà di fiducia, posizionamento e uscita dall'investimento.

Infine, i rischi chiaramente a valle, rischio reputazionale, rischio di liquidità/exit, diritti di controllo, sostenibilità finanziaria di breve periodo ed execution risk, mostrano una struttura pienamente coerente con i risultati ISM: ricevono molte influenze ma ne esercitano poche. In particolare, la sostenibilità finanziaria di breve periodo influisce in modo molto forte sull'execution risk (0,75), segnando la fase conclusiva della propagazione del rischio nel sistema.

5.14.3 Matrice di raggiungibilità fuzzy del modello

La successiva tabella rappresenta la Matrice di raggiungibilità fuzzy, cioè la versione "completa" e "chiusa" del sistema di relazioni tra i rischi. Rispetto alla matrice di adiacenza precedente, qui non vengono considerate solo le influenze dirette, ma anche le influenze indirette, che emergono quando un rischio agisce su un altro attraverso uno o più rischi intermedi. In termini semplici, questa tabella risponde alla domanda: "se un rischio si

manifesta, quanto può arrivare a influenzare tutti gli altri rischi del sistema, anche passando per catene intermedie?”.

Le righe indicano il rischio di partenza, le colonne il rischio di arrivo. Il valore in ciascuna cella esprime l'intensità complessiva dell'influenza, tenendo conto sia dei legami diretti sia di quelli indiretti. Anche in questo caso, i valori sono fuzzy e compresi tra 0 e 1. La diagonale è pari a 1 perché ogni rischio è, per costruzione, raggiungibile da sé stesso.

Dal punto di vista interpretativo, la matrice mostra in modo molto chiaro la struttura gerarchica del sistema, già emersa con l'ISM e rafforzata ora dalla fuzzy logic.

	Allineamento finanza- impatto	Capacità del team	Diritti di controllo	Execution risk	Misurabilità dell'impatto	Qualità della governance	Rischio di impact shortfall	Rischio di impatti negativi	Rischio di liquidità/exit	Rischio reputazionale	Robustezza del modello operativo	Sostenibilità finanziaria (breve periodo)	Stakeholder engagement
Allineamento finanza- impatto	1,00	0,32	0,50	0,50	0,50	0,30	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Capacità del team	0,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,30	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,50	0,50
Diritti di controllo	0,00	0,00	1,00	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
Execution risk	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Misurabilità dell'impatto	0,00	0,30	0,50	0,50	1,00	0,30	0,50	0,50	0,50	0,50	0,30	0,50	0,50
Qualità della governance	0,00	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Rischio di impact shortfall	0,00	0,30	0,50	0,50	0,50	0,30	1,00	0,50	0,75	0,75	0,30	0,50	0,50
Rischio di impatti negativi	0,00	0,30	0,50	0,50	0,55	0,30	0,50	1,00	0,75	0,75	0,30	0,50	0,75
Rischio di liquidità/exit	0,00	0,00	0,50	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,52	0,00	0,50	0,00
Rischio reputazionale	0,00	0,00	0,50	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,75	1,00	0,00	0,50	0,00
Robustezza del modello operativo	0,00	0,30	0,50	0,50	0,50	0,30	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	0,50	0,50
Sostenibilità finanziaria (breve periodo)	0,00	0,00	0,57	0,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
Stakeholder engagement	0,00	0,30	0,50	0,50	0,55	0,30	0,50	0,59	0,75	0,75	0,30	0,50	

Tabella 15: Matrice di raggiungibilità fuzzy dei rischi

L'allineamento tra obiettivi finanziari e obiettivi di impatto mostra una capacità di influenza estesa sull'intero sistema dei rischi. Nella matrice di raggiungibilità fuzzy esso presenta valori positivi verso quasi tutte le altre variabili, con intensità generalmente pari a 0,5 o lievemente inferiori. Questo indica che, anche in assenza di legami diretti, l'allineamento iniziale tende comunque a propagarsi lungo il processo di investimento, influenzando la capacità del team, la robustezza del modello operativo, la misurazione dell'impatto e i rischi connessi agli esiti sociali. Attraverso queste catene intermedie, l'effetto arriva infine a incidere anche sugli esiti finanziari e reputazionali. Si tratta di un esempio emblematico di rischio strutturale: non produce effetti immediatamente visibili a valle, ma orienta in modo profondo e persistente l'intero percorso dell'investimento.

Un comportamento analogo emerge per la capacità del team. Una volta attivata, essa risulta in grado di influenzare quasi tutti gli altri rischi con intensità medio-alta. In particolare, il legame con la robustezza del modello operativo è particolarmente forte (0,75), segnalando che le competenze e l'esperienza del team rappresentano un fattore decisivo per la traduzione delle scelte strategiche in capacità operative concrete. Attraverso questa via, la capacità del team finisce per incidere anche sui rischi a valle, confermando il suo ruolo di moltiplicatore degli effetti lungo il processo decisionale e operativo.

Anche la qualità della governance occupa una posizione fortemente influente nel sistema. Nella matrice di raggiungibilità fuzzy, essa presenta valori pari a 0,5 verso la maggior parte degli altri rischi. Questo suggerisce che assetti di governance più o meno solidi tendono comunque a riflettersi su molte dimensioni del sistema, anche quando il legame non è diretto o immediatamente osservabile. La governance agisce quindi come meccanismo di indirizzo generale, che struttura il funzionamento interno del fondo e condiziona l'efficacia delle scelte successive.

I rischi collocati a un livello intermedio, robustezza del modello operativo, misurabilità dell'impatto, rischio di impact shortfall, rischio di impatti negativi e stakeholder engagement, condividono una caratteristica comune: ricevono influenze dai driver a monte e, allo stesso tempo, le trasmettono verso gli esiti a valle. Nella matrice questo si traduce in righe e colonne entrambe dense, con valori mediamente compresi tra 0,5 e 0,75. Questi rischi funzionano quindi come veri e propri canali di propagazione, attraverso cui le fragilità iniziali diventano progressivamente visibili e rilevanti nel tempo.

Particolarmente rilevante è il ruolo del rischio di impatti negativi e dello stakeholder engagement. Entrambi presentano valori elevati verso il rischio reputazionale e verso il rischio di liquidità o di exit (0,75), indicando che problemi sul fronte degli impatti o delle relazioni con gli stakeholder tendono a trasformarsi, con alta probabilità, in difficoltà di reputazione e di uscita dall'investimento. Questo passaggio evidenzia come dimensioni spesso considerate "non finanziarie" possano avere effetti diretti e significativi sugli esiti economici.

Al contrario, i rischi chiaramente collocati a valle, come il rischio reputazionale, il rischio di liquidità ed exit, i diritti di controllo quando emergono come vincolo, la sostenibilità finanziaria di breve periodo e l'execution risk, mostrano un profilo opposto. Essi risultano ampiamente raggiungibili dagli altri rischi, ma esercitano un'influenza molto limitata sul resto del sistema. L'execution risk, in particolare, non trasmette praticamente alcuna influenza verso altre variabili, segnalando con chiarezza il suo ruolo di esito finale del processo, più che di punto di partenza di nuove dinamiche causali.

5.14.4 potere di influenza e grado di dipendenza del modello fuzzy

La tabella seguente riassume l'intero modello MICMAC fuzzy attraverso due indicatori sintetici per ciascun rischio: il potere di influenza (driving power) e il grado di dipendenza (dependence power). A differenza della versione standard, questi valori tengono conto non solo dell'esistenza delle relazioni, ma anche della loro intensità, così come percepita e valutata dagli esperti.

Rischio	Potere di influenza (fuzzy)	Grado di dipendenza (fuzzy)	Quadrante MICMAC
Rischio reputazionale	3,25	6,27	Dependent
Rischio di liquidità / exit	3,02	6,50	Dependent
Sostenibilità finanziaria (breve periodo)	2,32	6,50	Dependent
Diritti di controllo	2,00	6,57	Dependent
Execution risk	1,00	7,25	Dependent
Rischio di impatti negativi	6,71	4,59	Driver
Allineamento finanza–impatto	6,63	1,00	Driver
Capacità del team	6,55	3,34	Driver
Stakeholder engagement	6,55	4,75	Driver
Qualità della governance	6,50	3,13	Driver
Rischio di impact shortfall	6,41	4,50	Driver
Robustezza del modello operativo	6,11	3,96	Driver
Misurabilità dell’impatto	5,91	4,61	Driver

Tabella 16: Risultati MICMAC fuzzy: potere di influenza e dipendenza dei rischi

Dal punto di vista interpretativo, la tabella evidenzia una struttura molto netta. Nella parte superiore compaiono i rischi che ricadono nel quadrante Dependent, cioè caratterizzati da un basso potere di influenza e da un’elevata dipendenza dal resto del sistema. Il rischio reputazionale, il rischio di liquidità ed exit, la sostenibilità finanziaria di breve periodo, i diritti di controllo e l’execution risk presentano tutti valori di dependence molto alti, compresi tra circa 6,3 e 7,25, a fronte di driving power decisamente più contenuti.

Tra questi, l’execution risk rappresenta il caso più estremo: con un driving power pari a 1 e il valore di dependence più elevato dell’intero sistema, esso emerge in modo inequivocabile come l’ultimo anello della catena causale. Questo risultato è pienamente coerente con quanto già emerso dalla gerarchia ISM e dall’analisi del digrafo: l’execution risk non genera nuovi problemi strutturali, ma si manifesta quando le fragilità precedenti si sono ormai accumulate.

La seconda parte della tabella raccoglie invece i rischi classificati come Driver, caratterizzati da un potere di influenza elevato e da una dipendenza più contenuta. In questo gruppo rientrano il rischio di impatti negativi, l’allineamento finanza–impatto, la capacità del team, lo stakeholder engagement, la qualità della governance, il rischio di impact shortfall, la robustezza del modello operativo e la misurabilità dell’impatto.

L’allineamento tra finanza e impatto è il caso più emblematico: presenta il valore di dependence più basso dell’intero sistema (pari a 1) e un driving power molto elevato. Questo conferma in modo particolarmente chiaro il suo ruolo di condizione iniziale, che non viene attivata da altri rischi ma che contribuisce a orientare l’intera architettura del processo di investimento.

È interessante osservare che anche alcuni rischi collocati a livello intermedio nella gerarchia ISM, come la misurabilità dell’impatto, il rischio di impact shortfall, il rischio di impatti negativi e lo stakeholder engagement, risultano Driver nella MICMAC fuzzy. Questo non rappresenta una contraddizione, ma un esito coerente del modello: questi rischi si collocano “nel mezzo” delle catene causali, ma una volta attivati esercitano una spinta

molto forte verso gli esiti a valle. In altre parole, non sono condizioni originarie, ma diventano snodi decisivi di propagazione del rischio.

Nel complesso, la MICMAC fuzzy rafforza e precisa quanto emerso dall'ISM: il sistema dei rischi nel social/impact venture capital è fortemente polarizzato tra driver strutturali e esiti dipendenti, con un ruolo centrale giocato dai meccanismi di collegamento che, pur non essendo all'origine del sistema, ne determinano in larga misura l'evoluzione concreta.

La mappa MICMAC fuzzy traduce in forma grafica i risultati riportati nella tabella MICMAC fuzzy, collocando ciascun rischio nello spazio definito dal potere di influenza e dal grado di dipendenza. Questa rappresentazione consente di cogliere a colpo d'occhio la struttura complessiva del sistema e, soprattutto, di leggere con maggiore precisione le differenze interne ai singoli gruppi di rischi.

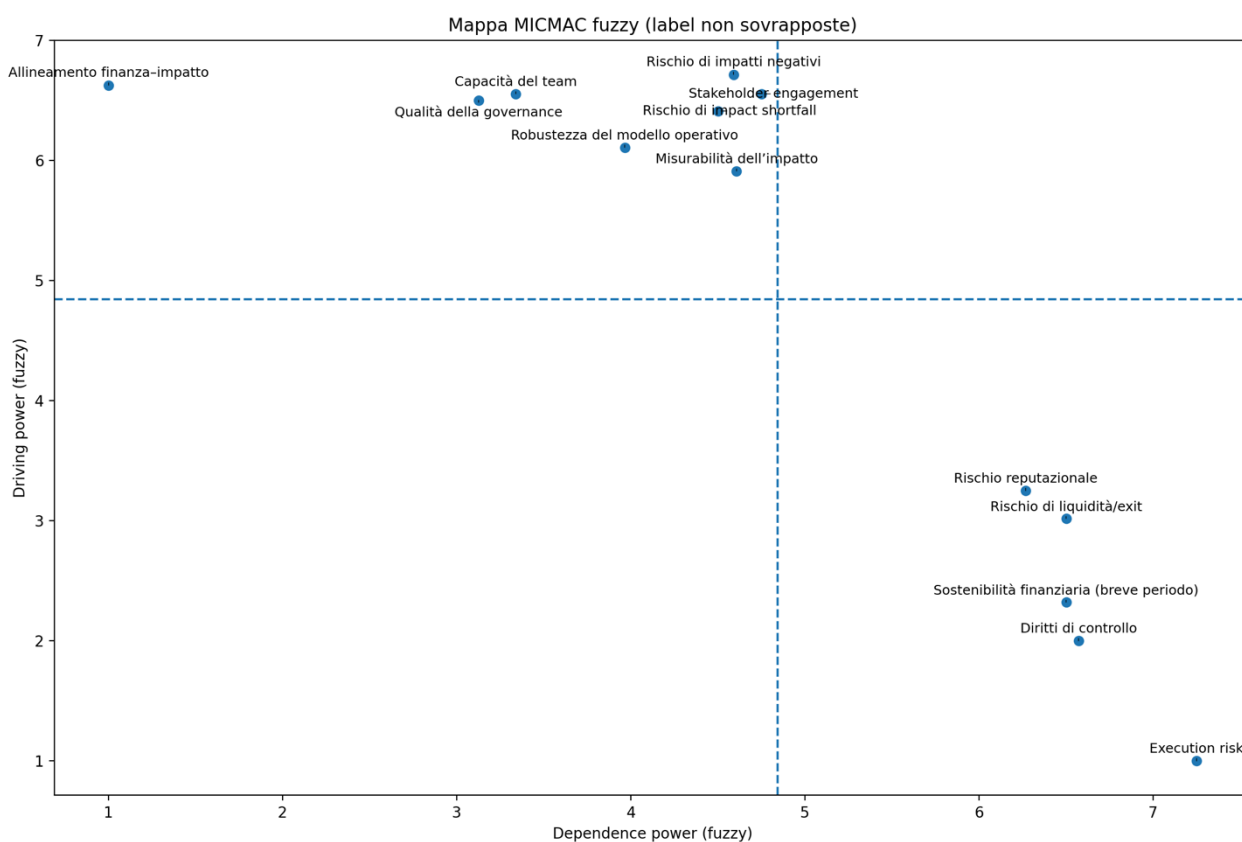


Figura 8: Mappa MICMAC fuzzy

A differenza della tabella, che restituisce valori puntuali, la mappa rende immediatamente visibile la posizione relativa dei rischi. In questo modo è possibile osservare come, pur appartenendo allo stesso quadrante, alcuni rischi occupino posizioni più estreme di altri. Ad esempio, all'interno del gruppo dei driver, l'allineamento finanza-impatto emerge come un elemento particolarmente sbilanciato verso l'influenza e con una dipendenza minima, mentre altri rischi, come misurabilità dell'impatto o stakeholder engagement, mostrano una combinazione più equilibrata di capacità di spinta e di dipendenza dal sistema.

Queste sfumature sono rilevanti dal punto di vista interpretativo. Esse suggeriscono che non tutti i driver hanno lo stesso peso sistemico, né svolgono lo stesso ruolo nel processo

di propagazione del rischio. Alcuni agiscono come vere e proprie condizioni strutturali di fondo, altri come snodi operativi ad alta capacità di trasmissione.

In questo senso, la mappa MICMAC fuzzy non si limita a confermare la classificazione per quadranti, ma arricchisce l'analisi offrendo una lettura più fine e graduale del sistema dei rischi, difficilmente ricavabile dalla sola consultazione della tabella numerica.

5.15 Collegamento tra MICMAC fuzzy e blocchi interpretativi

L'analisi MICMAC fuzzy consente di leggere i blocchi interpretativi non solo come sequenze causali astrattamente possibili, ma come meccanismi che operano con intensità diversa all'interno del sistema. Mentre i blocchi interpretativi descrivono quali traiettorie di propagazione del rischio esistono, la MICMAC fuzzy chiarisce quanto queste traiettorie risultino robuste e sistematiche secondo il giudizio aggregato degli esperti.

Nel primo blocco interpretativo, che prende avvio dai driver strategici e organizzativi, la MICMAC fuzzy mostra valori di driving power molto elevati per l'allineamento tra finanza e impatto, la qualità della governance e la capacità del team, accompagnati da livelli di dependence estremamente contenuti. Questo rafforza l'interpretazione del blocco come nucleo strutturale del sistema: le fragilità iniziali non dipendono dagli esiti finali, ma hanno una capacità diffusa e persistente di innescare dinamiche a cascata lungo tutto il ciclo di investimento.

Nel secondo blocco interpretativo, centrato sulla misurazione dell'impatto e sul rischio di impact shortfall, la MICMAC fuzzy restituisce una posizione più sfumata. Questi rischi presentano un driving power elevato, ma anche una dependence maggiore rispetto ai driver puramente strutturali. Ciò riflette il fatto che essi sono fortemente condizionati dalle decisioni prese a monte, ma, una volta attivati, svolgono un ruolo decisivo nel trasmettere il rischio verso gli stakeholder e gli esiti a valle. La versione fuzzy rende visibile questa natura intermedia, che nella MICMAC standard risultava meno articolata.

Il terzo blocco interpretativo, che interpreta lo stakeholder engagement come amplificatore sistemico, trova un'ulteriore conferma nella MICMAC fuzzy. Lo stakeholder engagement e il rischio di impatti negativi mostrano valori di driving elevati, combinati con livelli di dependence intermedi. Questo indica che tali rischi non sono quasi mai l'origine dei problemi, ma rappresentano passaggi cruciali attraverso cui fragilità precedenti diventano più visibili, più contestabili e più difficili da governare. Il blocco non solo è logicamente coerente, ma opera con un'intensità significativa nel sistema.

Infine, il quarto blocco interpretativo, relativo alla convergenza degli esiti finali, è pienamente confermato dalla MICMAC fuzzy senza necessità di ulteriori articolazioni. I rischi reputazionali, di liquidità, di sostenibilità finanziaria di breve periodo ed execution presentano tutti valori di dependence molto elevati e driving power molto contenuti. Essi assorbono le conseguenze delle dinamiche precedenti senza generare nuove catene causali autonome, configurandosi chiaramente come punto di arrivo comune delle diverse traiettorie di rischio.

Nel complesso, la MICMAC fuzzy non modifica la struttura dei blocchi interpretativi, ma ne rafforza la lettura, distinguendo tra percorsi semplicemente plausibili e meccanismi che, secondo gli esperti, operano con maggiore intensità e sistematicità.

<i>Blocco interpretativo</i>	<i>Rischi principali</i>	<i>Profilo MICMAC fuzzy</i>	<i>Conferma interpretativa</i>
Blocco 1 – Driver strategici e di governance	Allineamento finanza–impatto; Qualità della governance; Capacità del team	Driving molto elevato; Dependence molto bassa	Rischi strutturali che agiscono come condizioni iniziali del sistema. Non dipendono dagli altri rischi e influenzano in modo diffuso l'intero processo.
Blocco 2 – Misurazione e impact shortfall	Misurabilità dell'impatto; Rischio di impact shortfall	Driving elevato; Dependence intermedia	Rischi influenzati dalle decisioni a monte ma con forte capacità di trasmissione verso gli esiti a valle. Funzionano da ponte causale.
Blocco 3 – Stakeholder engagement come amplificatore	Stakeholder engagement; Rischio di impatti negativi	Driving elevato; Dependence medio-alta	Rischi che non originano le fragilità, ma ne amplificano visibilità e impatto, rendendo le dinamiche più difficili da gestire.
Blocco 4 – Esiti finali del sistema	Rischio reputazionale; Rischio di liquidità/exit; Sostenibilità finanziaria (breve periodo); Execution risk	Driving basso; Dependence molto elevata	Rischi che assorbono le conseguenze delle dinamiche precedenti e non generano nuove catene causali. Punto di arrivo del sistema.

Tabella 17: Collegamento tra blocchi interpretativi e risultati della MICMAC fuzzy

5.16 Confronto tra MICMAC standard e MICMAC fuzzy

Il confronto tra MICMAC standard e MICMAC fuzzy mostra con chiarezza che l'estensione fuzzy non altera l'impianto interpretativo emerso dall'analisi precedente, ma ne arricchisce la lettura. In entrambe le versioni, il sistema dei rischi appare chiaramente strutturato lungo una direttrice che va da un numero limitato di rischi con forte capacità di influenzare il sistema complessivo a rischi che emergono prevalentemente come esiti finali del processo decisionale.

I rischi identificati come driver nella MICMAC standard mantengono questo ruolo anche nella versione fuzzy, così come i rischi collocati a valle continuano a presentare un'elevata dipendenza. Da questo punto di vista, la fuzzy MICMAC non introduce ribaltamenti né contraddizioni rispetto ai risultati precedenti.

La differenza principale non riguarda quindi quali rischi risultano centrali, ma come viene rappresentata la loro influenza. Nella MICMAC standard, tutte le relazioni considerate rilevanti sono trattate allo stesso modo: una volta presente il legame, esso contribuisce in modo identico al calcolo di driving e dependence, indipendentemente dalla forza percepita o dal grado di consenso tra gli esperti. La versione fuzzy introduce invece una distinzione sostanziale, consentendo di rappresentare relazioni molto robuste, relazioni moderate e legami più deboli o contestuali, pur mantenendoli all'interno della struttura del sistema.

Questo passaggio permette di cogliere una differenza importante tra meccanismi di propagazione del rischio ampiamente condivisi dagli operatori e connessioni che, pur

esistendo, risultano meno stabili o più dipendenti dalle specificità del contesto. In particolare, la fuzzy MICMAC attenua l'effetto di "appiattimento" prodotto dalla transitività nella versione standard, mostrando che non tutte le influenze indirette contribuiscono allo stesso modo alla dinamica complessiva del sistema.

Nel complesso, la MICMAC fuzzy conferma la lettura strutturale fornita dalla MICMAC standard, ma la rende più aderente al contenuto dei giudizi esperti. Il risultato non è un modello diverso, bensì un modello più informativo, capace di rappresentare non solo la presenza delle relazioni tra rischi, ma anche la loro forza relativa e il loro peso sistemico nel processo di impact investing.

5.17 Conclusioni

I risultati dell'analisi ISM e MICMAC, nelle loro versioni standard e fuzzy, consentono di superare una visione del rischio come semplice elenco di criticità e di ricostruire invece una mappa strutturata delle interdipendenze che caratterizzano il processo di impact investing. L'analisi mostra che i rischi non si distribuiscono in modo casuale, ma tendono a organizzarsi in pochi meccanismi ricorrenti di propagazione, che collegano decisioni assunte nelle fasi iniziali del ciclo di investimento a esiti osservabili nelle fasi finali.

La MICMAC fuzzy conferma e raffina questa lettura, mettendo in evidenza come alcuni rischi svolgano un ruolo sistemico di spinta, mentre altri assorbono prevalentemente gli effetti delle dinamiche precedenti. Questi risultati non hanno una finalità predittiva, ma offrono una base analitica solida per comprendere il funzionamento interno del sistema di rischio e per individuare leve di intervento potenzialmente più efficaci.

La Parte II della tesi prende avvio da questa architettura del rischio. I blocchi interpretativi individuati attraverso l'analisi strutturale diventano ora una chiave di lettura per l'analisi del caso applicativo e per la discussione delle implicazioni operative per fondi e investitori impact. In questo passaggio, l'attenzione si sposta dal come è strutturato il sistema al cosa implica, in concreto, per le decisioni di investimento, la governance e la gestione del rischio.

In altri termini, la Parte I ha costruito il modello; la Parte II ne esplora le conseguenze.

PARTE II — Discussione e implicazioni manageriali e organizzative

Capitolo 6 — Discussione dei findings e verifica delle ipotesi: il rischio come architettura gestionale

Nel capitolo precedente è stato costruito il modello. In questo capitolo lo usiamo per rispondere alle domande di ricerca e per valutare le ipotesi formulate all'inizio della tesi. Il punto non è aggiungere nuovi passaggi metodologici, ma spiegare che cosa dicono i risultati, in termini che siano utili per capire come il rischio si forma, si trasmette e diventa "gestione concreta" dentro un fondo impact.

Per farlo, useremo tre tipi di evidenza che abbiamo già in mano. La prima è la gerarchia ISM, che ci dice quali rischi stanno più a monte e quali emergono più a valle. La seconda è MICMAC, che ci serve per distinguere i rischi che "spingono" il sistema da quelli che invece si accendono soprattutto come conseguenza. La terza è la lettura per blocchi interpretativi, che ricompona le relazioni della matrice in pochi percorsi ricorrenti e intelligibili, invece di commentare cella per cella.

La discussione è costruita in modo intenzionalmente "decisionale". Prima chiarisce che cosa emerge sul ruolo dei rischi strutturali e su come questi entrano nelle fasi successive dell'investment process. Poi entra nei meccanismi organizzativi che, nel caso analizzato, fanno davvero da snodo: governance, misurazione dell'impatto e stakeholder engagement. Infine, mostra come gli esiti a valle tendano a presentarsi insieme e perché questo spiega la scarsa efficacia di interventi che arrivano solo quando i problemi sono già visibili.

Il capitolo chiude con una sintesi esplicita "RQ per RQ" e "H per H": non un riepilogo descrittivo, ma una presa di posizione chiara su quali ipotesi risultano supportate dal modello e con quali motivazioni. Questa sintesi serve anche come passaggio naturale verso la Parte II applicativa, dove gli stessi risultati vengono tradotti in implicazioni operative su processi, ruoli, strumenti e priorità di gestione.

6.1 Cosa intendiamo per "findings"

In questa tesi, per "findings" non intendiamo risultati nel senso classico di numeri da confrontare o coefficienti da interpretare. I findings sono meccanismi: modi ricorrenti in cui il rischio nasce, si trasmette e diventa visibile lungo il processo di impact investing.

In pratica, un finding è una risposta del tipo: "se una fragilità si presenta qui, tende a produrre conseguenze là, passando attraverso questi passaggi intermedi". Quindi non stiamo cercando singole relazioni isolate, ma schemi di propagazione che si ripetono e che hanno senso per chi deve prendere decisioni.

Per questo motivo, i findings di questa tesi prendono tre forme molto concrete. Primo, una distinzione tra rischi che stanno a monte, rischi che funzionano da snodo e rischi che emergono a valle. Secondo, l'identificazione dei rischi che, nel sistema, hanno un ruolo più "attivante" rispetto ad altri, e di quelli che invece si accendono soprattutto come

conseguenza. Terzo, la ricostruzione di pochi percorsi tipici (i blocchi interpretativi) che spiegano come si passa dalle scelte iniziali agli esiti finali.

Detto in modo semplice: i findings non dicono solo “quali rischi contano”, ma soprattutto “come si concatenano” e quindi “dove ha senso intervenire” se l’obiettivo è prevenire effetti a valle invece di inseguirli quando ormai sono evidenti.

6.2 Risposta alla Research Question 1

RQ1 chiede quali siano i principali rischi nel social/impact venture capital e, soprattutto, come possano essere organizzati in un’architettura coerente. La risposta che emerge dal lavoro svolto è che un elenco, da solo, non basta. Un catalogo è utile per non dimenticare nulla, ma non aiuta a capire come il rischio “si muove” nel tempo, né perché alcuni problemi arrivano sempre insieme.

In questa tesi, il passaggio dal catalogo alla struttura avviene in due step molto semplici. Il primo step è costruire un set di rischi definito in modo operativo, cioè con confini chiari. Nel Capitolo 5 questo passaggio ha prodotto una long list completa (26 rischi) e poi un final set (13 rischi) che è quello effettivamente utilizzato per modellare le relazioni. Questa riduzione non è una scorciatoia: serve a evitare ridondanze e ambiguità che renderebbero impossibile chiedere agli esperti giudizi coerenti sulle relazioni.

Il secondo step è la parte veramente “strutturale”: mettere quei rischi in relazione tra loro. Qui la tesi mostra che i rischi non stanno sullo stesso piano. Alcuni si comportano come condizioni iniziali che impostano il sistema; altri funzionano come passaggi intermedi che trasformano le fragilità iniziali in problemi gestionali concreti; altri ancora sono esiti visibili che arrivano dopo, quando le tensioni si sono accumulate.

Nel caso analizzato, questa architettura è leggibile in modo molto diretto:

- a monte ci sono rischi come Allineamento finanza–impatto, Qualità della governance e Capacità del team. Sono “a monte” non perché siano più importanti in assoluto, ma perché, quando sono deboli, tendono ad attivare molte altre criticità.
- nel mezzo ci sono rischi che funzionano da canali di trasmissione: Robustezza del modello operativo, Misurabilità dell’impatto, Rischio di impact shortfall, Rischio di impatti negativi e Stakeholder engagement. Qui succede la parte più gestionale: è il punto in cui le scelte iniziali diventano (o non diventano) problemi operativi.
- a valle compaiono gli esiti più “visibili”: Rischio reputazionale, Rischio di liquidità/exit, Diritti di controllo, Sostenibilità finanziaria di breve periodo ed Execution risk. Questi rischi tendono a presentarsi quando il sistema ha già accumulato fragilità e non è riuscito a intercettarle prima.

Chiamare tutto questo “architettura del rischio” significa una cosa precisa: i rischi non sono pezzi indipendenti, ma parti collegate di un processo. La conseguenza pratica è che molti esiti che nella realtà vengono gestiti come emergenze separate (reputazione, exit, liquidità, sostenibilità, execution) nel modello risultano spesso come “arrivo comune” di percorsi diversi. Quindi la gestione efficace non è solo reagire a valle, ma capire quali condizioni e quali snodi rendono quegli esiti più probabili.

In sintesi, la risposta a RQ1 è che i principali rischi rilevanti possono essere organizzati non come checklist, ma come una struttura a tre strati: condizioni iniziali, meccanismi di trasmissione, esiti finali. Questa struttura è la base su cui, nelle sezioni successive, rispondiamo alle altre research questions: perché una volta definita l'architettura, diventa possibile spiegare "quali catene" contano di più e "quali leve gestionali" interrompono davvero la propagazione del rischio.

6.3 Risposta alla Research Question 2

RQ2 trova risposta mostrando che la propagazione avviene come un percorso ricorrente che attraversa le fasi del processo di investimento. Le condizioni iniziali impostano il sistema, i meccanismi intermedi traducono quelle condizioni in dinamiche operative, e gli esiti finali emergono quando le tensioni si accumulano. I blocchi servono proprio a rendere leggibile questa idea senza trattare il modello come una somma di collegamenti isolati.

Il primo blocco parte tipicamente da un problema di Allineamento finanza–impatto. Se la logica economica e la logica di impatto non sono davvero compatibili, diventa più facile costruire una misurazione che non guida le decisioni oppure sottovalutare il rischio di impact shortfall. Quando queste fragilità non vengono riconosciute e gestite, si riflettono nelle relazioni con gli stakeholder e, nel tempo, finiscono per alimentare esiti a valle come reputazione e difficoltà di exit. In pratica, il disallineamento non "produce" subito un fallimento: prepara il terreno perché, lungo il monitoring, si accumulino segnali deboli che poi esplodono come esiti visibili.

Il secondo blocco ha come punto di innesco la Misurabilità dell'impatto intesa come strumento decisionale, non come reporting. Qui la catena tipica è: misurazione poco azionabile → segnali ignorati o letti tardi → aumento di impact shortfall e/o impatti negativi → deterioramento del rapporto con stakeholder e legittimazione → esiti finali. In altre parole, il rischio non è "manca un indicatore", ma "manca un meccanismo di guida e correzione": e questo fa sì che le deviazioni diventino costose quando ormai sono visibili.

Il terzo blocco è centrato sullo Stakeholder engagement. Nel modello, lo stakeholder engagement funziona spesso come amplificatore: se le relazioni con investitori, partner pubblici, comunità locali o beneficiari sono fragili, allora piccoli problemi operativi o piccoli scostamenti di impatto diventano rapidamente contestazioni, perdite di fiducia e tensioni reputazionali. Questo blocco spiega bene perché nella pratica si vedono crisi "improvvisate" che in realtà sono il risultato di un deterioramento progressivo del rapporto con gli stakeholder.

Il quarto blocco riguarda la convergenza degli esiti a valle. Nel caso, rischi come Rischio reputazionale, Rischio di liquidità/exit, Sostenibilità finanziaria di breve periodo, Diritti di controllo ed Execution risk tendono a essere collegati: non sono eventi indipendenti che capitano separatamente, ma esiti che spesso arrivano insieme quando il sistema non ha intercettato prima le fragilità. Questo blocco è importante perché sposta l'attenzione: non basta "gestire l'exit" se dietro ci sono problemi strutturali di governance, misurazione e stakeholder engagement che hanno già eroso le opzioni disponibili.

6.4 Risposta alla Research Question 3

RQ3 chiede quali rischi, nel caso analizzato, “spingono” il sistema (driver) e quali invece emergono soprattutto come conseguenze (dependent).

I driver sono otto e sono tutti rischi che, se si muovono male, tendono a mettere in moto molte altre cose. In particolare:

- Allineamento finanza–impatto è il driver “più pulito”: ha driving alto e dependence bassissima. Vuol dire che, nel modello, è una condizione iniziale che influenza il resto ma viene influenzata poco o nulla dagli altri rischi. È coerente con l’idea manageriale che l’allineamento si decide all’inizio (thesis, modello economico, condizioni dell’investimento) e poi “si paga” lungo il ciclo.
- Qualità della governance e Capacità del team risultano driver forti: non sono solo “buone pratiche”, ma leve che determinano se i problemi vengono intercettati e corretti oppure no.
- Robustezza del modello operativo, Misurabilità dell’impatto, Rischio di impact shortfall, Rischio di impatti negativi e Stakeholder engagement sono anch’essi classificati come driver nella fuzzy MICMAC. Questo è un punto importante: qui “driver” non significa “rischi a monte” in senso cronologico, ma significa che una volta che si attivano, trascinano molte conseguenze.

I dependent sono cinque e corrispondono agli esiti più visibili e più “costosi” quando esplodono:

- Rischio reputazionale
- Rischio di liquidità/exit
- Sostenibilità finanziaria (breve periodo)
- Diritti di controllo
- Execution risk

La distinzione driver/dependent non serve a “classificare” i rischi in astratto. Serve a decidere dove mettere attenzione, strumenti e responsabilità.

Nel caso, la MICMAC fuzzy suggerisce tre implicazioni molto concrete.

Primo: se vuoi prevenire esiti finali (exit difficile, reputazione, stress di cassa, execution), devi intervenire prima su driver specifici, non dopo sugli esiti. È la differenza tra “fare crisis management” e “fare gestione del rischio”.

Secondo: alcuni rischi che nel linguaggio comune sembrano “operativi” (misurazione, stakeholder engagement, impatti negativi) qui risultano driver perché hanno un effetto a cascata. Questo significa che non vanno trattati come compliance o reporting, ma come parti del controllo manageriale: se li lasci degradare, aumenti la probabilità che i problemi si accumulino fino agli esiti finali.

Terzo: il fatto che i dependent abbiano dependence molto alta significa che quando li vedi, spesso sei già in ritardo. Per esempio, lavorare solo su “exit strategy” o “reputation management” può aiutare a limitare i danni, ma difficilmente corregge la catena che li ha prodotti. Nel caso, la lettura più utile è: gli esiti a valle sono “indicatori di sistema” che segnalano che a monte qualcosa non è stato progettato, misurato o governato bene.

6.5 Risposta alla Research Question 4

RQ4 chiede in che modo governance, misurazione dell'impatto e stakeholder engagement influenzano la propagazione del rischio. Nel caso analizzato, la risposta non è "sono importanti" (banale), ma è che questi tre elementi funzionano come meccanismi organizzativi: sono modi concreti con cui un fondo e un investee prendono decisioni, correggono rotta, mantengono legittimazione e gestiscono tensioni tra finanza e impatto.

6.5.1 Governance: il meccanismo che decide se i segnali diventano azione.

Nel modello, la Qualità della governance risulta un driver. Tradotto in pratica: la governance non è un'etichetta, è il dispositivo che stabilisce se un problema resta "rumore" o diventa "decisione".

Nel grafo e nelle relazioni valutate dagli esperti, la governance ha legami forti verso:

- Capacità del team (selezione, supporto, sostituzione, incentivi e aspettative);
- Robustezza del modello operativo (priorità operative, controlli, standard, disciplina di esecuzione);
- Misurabilità dell'impatto (cosa si misura davvero e cosa si usa per decidere, non solo per raccontare).

Il punto manageriale è che la governance è un meccanismo di conversione: converte obiettivi (finanza e impatto) in scelte operative e in correzioni quando emergono deviazioni. Quando è debole, i rischi intermedi (misurazione, impatti negativi, stakeholder) non vengono gestiti "in tempo", e allora a valle compaiono reputazione, exit difficile e stress finanziario.

6.5.2 Misurazione dell'impatto: il meccanismo che rende gestibile (o ingovernabile) la complessità

Nel caso, la Misurabilità dell'impatto non si comporta come un pezzo di reporting; risulta un driver perché determina cosa il sistema "vede" e cosa ignora.

Le relazioni raccolte mostrano che la misurazione influenza:

- rischio di impact shortfall (se misuri male, scopri tardi che l'impatto non arriva);
- rischio di impatti negativi (se non hai indicatori e feedback, i danni collaterali emergono quando sono già diventati problema);
- stakeholder engagement (perché la relazione con stakeholder regge se puoi spiegare e dimostrare, non solo dichiarare).

Qui la logica organizzativa è semplice: la misurazione è un sistema nervoso. Se funziona, produce segnali precoci e rende possibile l'intervento; se non funziona, la gestione diventa reattiva e il rischio si accumula fino agli esiti finali.

Un dettaglio interessante del tuo caso è che la relazione Impatti negativi → Misurabilità risulta forte: nella pratica significa che quando emergono impatti non intenzionali, spesso costringono a migliorare metriche, dati e definizioni. È un meccanismo realistico: gli incidenti (o quasi-incidenti) fanno maturare il sistema di misurazione, ma a un costo.

6.5.3 Stakeholder engagement: il meccanismo che protegge la “licenza sociale” e governa le frizioni

Lo stakeholder engagement emerge come un rischio driver non tanto perché si collochi cronologicamente nelle fasi iniziali del processo di investimento, quanto perché il suo deterioramento tende a generare conseguenze sistemiche e difficilmente reversibili. Le relazioni strutturali evidenziano infatti come la qualità dell’engagement incida in modo diretto sul rischio reputazionale: quando la fiducia si incrina, il problema non resta confinato a una dimensione tecnica o operativa, ma si trasforma rapidamente in una questione di credibilità, esposta al giudizio di investitori, partner e pubblico più ampio. Allo stesso tempo, lo stakeholder engagement influisce sulle dinamiche di liquidità e di uscita dall’investimento, poiché exit e rifinanziamenti non dipendono esclusivamente da indicatori economico-finanziari, ma anche dall’accettabilità sociale e istituzionale del progetto e dal livello di fiducia costruito nel tempo.

Un ulteriore elemento di criticità riguarda il rapporto bidirezionale tra engagement e impatti negativi. Da un lato, la presenza di impatti indesiderati o controversi tende a deteriorare le relazioni con gli stakeholder; dall’altro, relazioni fragili o conflittuali rendono più probabili escalation, interpretazioni ostili degli eventi e conflitti aperti, amplificando la portata degli impatti stessi. In questo senso, lo stakeholder engagement svolge una funzione eminentemente organizzativa di stabilizzazione, in quanto contribuisce a gestire aspettative, conflitti, consenso e trasparenza lungo il ciclo di investimento. Quando tale funzione è solida, il sistema è in grado di assorbire shock e di ridurre la probabilità che un problema tecnico o operativo si trasformi in una crisi reputazionale o politica; quando invece è debole, anche criticità circoscritte tendono a produrre effetti sproporzionati.

I meccanismi che collegano stakeholder engagement, governance e misurazione non operano in modo indipendente, ma formano una catena causale concreta. La governance definisce che cosa conta, quali rischi vengono presi sul serio e chi ha titolo per intervenire; i sistemi di misurazione producono, o non producono, evidenze credibili sull’impatto e sull’operatività; lo stakeholder engagement rappresenta il canale attraverso cui tali evidenze si traducono in fiducia, legittimazione e margini di manovra per l’organizzazione. Quando questa catena funziona, i rischi di collegamento restano gestibili e gli esiti a valle risultano meno probabili o meno gravi. Al contrario, quando la catena si spezza, ad esempio a causa di una misurazione debole, di una governance lenta o ambigua e di relazioni con gli stakeholder già in tensione, la probabilità di esiti congiunti aumenta sensibilmente: crisi reputazionali, difficoltà di exit, stress finanziario ed execution problematica tendono a manifestarsi insieme, rafforzandosi reciprocamente.

6.6 Conferma delle ipotesi H1–H4

In questa tesi le ipotesi non vengono “testate” nel senso statistico del termine. La loro valutazione si fonda sull’interpretazione congiunta dei risultati prodotti dalla gerarchia ISM, dal digrafo strutturale, dai blocchi interpretativi e dalle analisi MICMAC, sia nella versione standard sia in quella fuzzy. Coerentemente con la natura strutturale e interpretativa

dell'approccio adottato, le ipotesi vengono quindi giudicate sulla base della coerenza con l'architettura del sistema emersa dall'analisi. A tal fine, si utilizzano tre possibili esiti: supportata, quando l'ipotesi risulta pienamente coerente e confermata dalla struttura; qualificata, quando l'ipotesi è valida ma richiede una precisazione rilevante; condizionata, quando la sua validità dipende da specifiche configurazioni del sistema.

La prima ipotesi riguarda la centralità dei rischi strutturali, intesi come governance, allineamento tra dimensione finanziaria e impatto e capacità organizzativa. L'ipotesi assume che tali fattori influenzino in modo significativo gli altri rischi e occupino una posizione "a monte" nel sistema. L'analisi supporta pienamente questa ipotesi. Nel caso studiato, l'allineamento finanza-impatto, la qualità della governance e la capacità del team emergono in modo stabile nei livelli iniziali della gerarchia ISM e risultano caratterizzati da un elevato driving power nelle analisi MICMAC, in particolare nella versione fuzzy. Dal punto di vista manageriale, questi rischi agiscono come leve iniziali che impostano il funzionamento complessivo del sistema: quando risultano fragili, non producono immediatamente esiti critici, ma creano le condizioni affinché i problemi emergano più avanti nel ciclo di investimento. Ne deriva che investire tempo, attenzione e qualità decisionale su questi elementi rappresenta una forma di prevenzione sostanziale, e non un semplice adempimento formale.

La seconda ipotesi riguarda il ruolo di mediazione dei rischi di collegamento, in particolare la misurazione dell'impatto e lo stakeholder engagement, ipotizzando che essi medino la trasmissione dagli elementi strutturali agli esiti finali. L'ipotesi risulta supportata, ma in forma qualificata. È supportata perché i blocchi interpretativi e il digrafo mostrano chiaramente che gli esiti a valle vengono raggiunti attraverso passaggi intermedi che includono la misurazione, la presenza di impatti negativi o di impact shortfall, la qualità dello stakeholder engagement e la robustezza del modello operativo. È qualificata perché le analisi MICMAC, anche nella versione fuzzy, mostrano che questi rischi intermedi possono assumere essi stessi un ruolo di driver, e non soltanto di collegamento. Ciò non contraddice la funzione di mediazione, ma indica che, una volta attivati, tali rischi esercitano una spinta autonoma verso gli esiti a valle. In termini operativi, i meccanismi di collegamento non possono essere considerati elementi secondari: sono i punti in cui si decide se una fragilità a monte viene intercettata e gestita oppure si trasforma in una crisi conclamata.

La terza ipotesi concerne la co-emergenza degli esiti a valle, assumendo che i rischi finanziari, di impatto e reputazionali tendano a manifestarsi insieme, piuttosto che come fallimenti indipendenti. Anche questa ipotesi risulta supportata. Nel caso analizzato, gli esiti finali, tra cui il rischio reputazionale, le difficoltà di liquidità ed exit, la sostenibilità economica di breve periodo, i problemi di execution e le tensioni sui diritti di controllo nelle fasi finali, appaiono fortemente dipendenti dal resto del sistema e strettamente collegati tra loro nel digrafo e nelle catene strutturali. Dal punto di vista manageriale, ciò implica che quando il sistema entra in crisi, raramente lo fa in un solo punto; più frequentemente, la rottura si manifesta come una combinazione di tensioni che si rafforzano reciprocamente. Di conseguenza, gestire separatamente reputazione, exit o liquidità risulta

poco efficace, poiché si tratta di manifestazioni diverse di una stessa crisi costruita nelle fasi precedenti.

La quarta ipotesi riguarda la limitata efficacia degli interventi focalizzati esclusivamente a valle, ipotizzando che intervenire solo sui rischi dipendenti sia meno efficace rispetto a interventi che agiscono sui driver e sui meccanismi di trasmissione. L'ipotesi risulta supportata, ma condizionata. È supportata perché i rischi a valle presentano un driving power ridotto: quando compaiono, non hanno la capacità di riorientare il sistema, ma segnalano piuttosto che il rischio si è già consolidato. È condizionata perché interventi a valle rimangono comunque necessari per contenere i danni, ad esempio nella gestione dell'exit, della liquidità o della reputazione. Tuttavia, tali interventi hanno una natura prevalentemente reattiva: possono limitare le perdite, ma difficilmente eliminano le cause che hanno generato la crisi. Ne deriva una distinzione operativa netta: la gestione a valle corrisponde a pratiche di crisis management, mentre la gestione a monte, che agisce su driver e meccanismi di collegamento, costituisce la vera risk management nel venture capital sociale.

<i>Ipotesi</i>	<i>Esito</i>	<i>Implicazioni manageriali</i>
H1	Supportata	I rischi "iniziali" impostano l'intero sistema.
H2	Supportata, qualificata	I rischi di collegamento sono ponti, ma spesso anche leve forti.
H3	Supportata	Gli esiti negativi tendono a presentarsi insieme.
H4	Supportata, condizionata	A valle puoi contenere, ma non prevenire: la prevenzione sta a monte.

Tabella 18: Sintesi finale del test

6.7 Posizionamento rispetto al gap di letteratura

Nel Capitolo 3 è stato messo in evidenza un gap ricorrente nella letteratura sul social e impact venture capital. Molti contributi descrivono i rischi sotto forma di elenchi, distinguendo tra rischi finanziari, di impatto ed ESG, oppure li analizzano in modo parallelo per "dimensioni", ma raramente mostrano come tali rischi si connettano tra loro nella pratica quotidiana di un fondo e perché determinate criticità tendano a manifestarsi insieme. I risultati di questa tesi si collocano esattamente in questo spazio non ancora pienamente esplorato. L'obiettivo non è aggiungere un ulteriore catalogo di rischi, ma ricomporre le evidenze in una lettura che restituisca il rischio come un problema di assetto gestionale e di sequenze decisionali che attraversano l'intero processo di investimento.

Una prima chiusura teorica riguarda il ruolo della governance. Nel dibattito esistente, la governance è spesso trattata come un elemento genericamente positivo, una cornice di controllo o di buona amministrazione. I risultati della tesi permettono di precisarne la funzione in modo più mirato. La governance emerge come il meccanismo attraverso cui l'intenzione dell'investimento viene mantenuta stabile nel tempo, consentendo all'allineamento tra dimensione finanziaria e impatto di resistere alle pressioni operative, ai trade-off, alle richieste degli investitori o agli shock di contesto. In questa prospettiva, la

governance non è soltanto un presidio di conformità o di qualità delle decisioni, ma un dispositivo che protegge la direzione complessiva dell'intervento e impedisce che l'investimento scivoli progressivamente verso soluzioni comode sul piano finanziario ma incoerenti rispetto agli obiettivi di impatto, oppure, al contrario, verso scelte che compromettono la sostenibilità economica. È in questo senso che la tesi introduce il concetto di "governance dell'intenzionalità", non come formula retorica, ma come descrizione del ruolo concreto che la governance svolge quando funziona effettivamente. Una seconda chiusura riguarda la misurazione dell'impatto. Nella letteratura, essa è frequentemente collocata nell'ambito del reporting, dell'accountability e della comunicazione verso l'esterno. I risultati di questa ricerca la spostano su un piano più operativo, mostrando come la misurazione costituisca un'infrastruttura centrale per la gestione del rischio. Attraverso la misurazione, il fondo è in grado di osservare per tempo se il progetto sta procedendo nella direzione attesa e se le leve operative che dovrebbero generare impatto stanno effettivamente funzionando. Quando la misurazione è debole, il problema non è semplicemente l'assenza di dati, ma la perdita della capacità di correggere la rotta prima che segnali inizialmente deboli si trasformino in crisi difficili da governare. Per questo motivo, nel modello strutturale, la misurazione non appare come un adempimento laterale, ma come un passaggio che condiziona direttamente la propagazione del rischio nel sistema.

La terza chiusura teorica riguarda lo stakeholder engagement. Una parte significativa della letteratura lo considera prevalentemente come un fattore reputazionale o come una pratica di natura "soft". I risultati della tesi ne mostrano invece la funzione di snodo operativo. Le relazioni con gli stakeholder chiave rappresentano il punto in cui gli scostamenti rispetto alle aspettative diventano visibili, contestabili oppure negoziabili. Quando lo stakeholder engagement è solido, il sistema riesce ad assorbire meglio tali scostamenti e a mantenere margini di manovra anche in presenza di difficoltà. Quando invece è fragile, deviazioni che sarebbero potenzialmente gestibili tendono a trasformarsi in tensioni reputazionali e in vincoli che complicano le dinamiche di exit, la gestione della liquidità e la sostenibilità complessiva dell'investimento. In questa prospettiva, lo stakeholder engagement non è soltanto una questione di relazioni, ma una capacità organizzativa di tenere insieme consenso, operatività e legittimazione mentre il progetto evolve.

Considerate nel loro insieme, queste tre letture consentono di rispondere in modo diretto al gap individuato nel Capitolo 3. L'integrazione tra finanza, impatto ed ESG non emerge come una semplice scelta valoriale o come l'adozione di un framework concettuale, ma come una proprietà gestionale che dipende da come vengono progettati e presidiati tre meccanismi fondamentali: governance, misurazione e gestione degli stakeholder. Quando tali meccanismi risultano coerenti tra loro, il sistema è in grado di intercettare i problemi prima che si manifestino a valle. Quando invece sono deboli o disallineati, le criticità tendono ad accumularsi e finiscono per emergere sotto forma di esiti interdipendenti. In questo modo, il contributo della tesi sposta l'attenzione dalla domanda "quali rischi esistono?" alla domanda "quali leve organizzative tengono insieme il sistema e impediscono che i rischi si trasformino in fallimenti congiunti?".

La tesi si posiziona rispetto alla letteratura non in contrapposizione, ma a valle delle sue principali intuizioni. Riprende elementi già ampiamente discussi, come governance, misurazione e stakeholder engagement, e li utilizza per chiarire un punto che spesso rimane implicito, ossia perché nel social e impact venture capital gli esiti negativi raramente hanno una sola causa e perché intervenire soltanto quando il problema diventa visibile risulta spesso troppo tardivo. Su questa base si innesta la Parte II della tesi, che passa dalla discussione dei findings alle implicazioni manageriali e di policy, affrontando una questione centrale: se il rischio è un'architettura gestionale, allora diventa essenziale comprendere dove collocare i presidi decisionali, con quali strumenti e secondo quale sequenza lungo le fasi di origination, due diligence, monitoring ed exit.

Capitolo 7 — Implicazioni manageriali e di policy: come si governa un sistema di rischio integrato finanza–impatto–ESG

Il capitolo precedente ha mostrato che, nel social/impact venture capital, i rischi non “si sommano” come voci di una checklist. Si combinano e si rinforzano lungo il processo decisionale. Il punto, quindi, non è elencarli meglio o monitorarli più spesso, ma capire come si governa un sistema in cui finanza, impatto ed ESG sono intrecciati e dove alcune scelte iniziali possono rendere più probabili, nel tempo, esiti congiunti a valle. Questo capitolo parte da qui: prende i findings e li traduce in un disegno di governance, in una logica di processo e in un set di strumenti che abbiano coerenza interna.

L’obiettivo non è “raccontare i rischi”, ma progettare le condizioni perché i rischi non si trasformino in crisi. In pratica, la domanda guida è: quali assetti e quali routine devono esistere dentro un fondo impact perché l’allineamento finanza–impatto resti stabile quando l’investimento entra nella realtà operativa, quando i dati arrivano incompleti, quando emergono tensioni con stakeholder, quando l’exit non è lineare? La risposta non può essere un insieme di buone pratiche generiche. Deve essere una proposta organizzativa: chi decide cosa, con quali informazioni, con quali soglie di attenzione, con quali meccanismi di escalation, e con quali vincoli che rendano credibile l’impegno di impatto anche quando diventa costoso.

La logica è volutamente “di progettazione”. Si ragiona su tre livelli che, nella pratica, vengono spesso trattati separatamente ma che qui devono combaciare. Il primo è la governance: ruoli, responsabilità, diritti di intervento, composizione e funzionamento dei momenti decisionali (investment committee, comitati di impatto, board dell’investee, advisory esterni). Il secondo è il processo: come origination, due diligence, monitoring ed exit diventano una catena coerente, in cui ciò che viene deciso e promesso all’inizio viene poi verificato, discusso e corretto nel tempo. Il terzo è lo strumento: checklist, scorecard e dashboard non come allegati, ma come “infrastruttura” che collega intenzione, evidenza e azione, rendendo tracciabile perché si investe, cosa si sta ottenendo e quando si deve cambiare rotta.

Questa impostazione porta a una conseguenza importante, anche sul piano di policy: governare un sistema di rischio integrato non significa irrigidire il processo con nuovi adempimenti, ma creare pochi presidi chiari che riducano ambiguità e zone grigie. In particolare, il capitolo insiste su un principio semplice: l’integrazione finanza–impatto–ESG non è un documento, è un comportamento organizzativo ripetuto. Se è così, allora le implicazioni non riguardano solo il fondo, ma anche il modo in cui LP, regolatori, enti pubblici e attori dell’ecosistema possono incentivare o ostacolare questi comportamenti, per esempio attraverso requisiti di disclosure che premiano la qualità decisionale e non la quantità di indicatori, o attraverso clausole e standard che rendono più “praticabile” un’exit responsabile.

In sintesi, questo capitolo è il passaggio dalla diagnosi al progetto. Non propone un modello ideale astratto, ma un set di scelte coerenti con quanto emerso: se alcuni rischi

agiscono come leve a monte, allora lì vanno messi i presidi; se misurazione e stakeholder engagement sono snodi, allora devono diventare parte del modo in cui si decide, non un report trimestrale; se gli esiti a valle tendono a presentarsi insieme, allora la gestione non può essere reattiva e frammentata, ma deve anticipare le catene che portano a quelle co-emergenze. Su questa base, nelle sezioni che seguono vengono proposte implicazioni operative e di policy organizzate per ruoli, fasi del processo e strumenti, con l'obiettivo di rendere la governance del rischio integrato qualcosa che si può davvero implementare, non solo dichiarare.

7.1 Perché i trade-off non sono “vincoli naturali”: quando nascono e perché (lettura dal modello)

Nel social/impact venture capital i trade-off tra obiettivi finanziari, impatto ed ESG vengono spesso raccontati come “leggi di natura”: se vuoi più impatto devi accettare meno rendimento, se vuoi crescere devi accettare più rischio reputazionale, se vuoi restare coerente con la missione devi rinunciare a certe opportunità. Il modello che emerge dall'analisi suggerisce una lettura diversa e più utile per il management: molti trade-off non sono inevitabili in sé, ma nascono quando alcune scelte a monte rendono difficile gestire insieme, nel tempo, finanza e impatto. In altre parole, il trade-off spesso non è il punto di partenza: è un esito organizzativo.

Quando l'allineamento tra finanza e impatto è debole o ambiguo, il fondo entra nell'investimento con una “promessa” che non è stata tradotta in regole operative. In quel momento, non c'è ancora una crisi, ma si crea un terreno in cui, più avanti, ogni decisione concreta diventa un aut aut. Se non è chiaro quali leve operative generano impatto e quali generano sostenibilità economica, la misurazione dell'impatto tende a diventare poco utile per decidere, perché misura “cose giuste” ma non agganciate ai veri driver del modello. Da qui nasce il classico trade-off apparente: di fronte a una tensione di cassa o a un'esigenza di crescita, l'impatto finisce per essere percepito come un costo da comprimere, non come una parte del motore economico.

Il modello mostra anche quando questi trade-off tendono a emergere. Spesso non esplodono in origination, dove tutto è ancora progettuale, ma nella fase in cui l'investimento entra nel mondo reale e deve dimostrare di reggere: nel monitoring e nelle decisioni di correzione. È lì che una misurazione poco azionabile e un rischio di impact shortfall cominciano a “spostare” le decisioni. Se i dati arrivano tardi, se i segnali non sono interpretabili, se non esiste una soglia condivisa che dica “qui dobbiamo intervenire”, il fondo si ritrova a scegliere tra due cose entrambe scomode: inseguire il risultato finanziario nel breve o difendere l'impatto senza sapere bene cosa sta funzionando. In quel punto il trade-off sembra naturale, ma in realtà è stato creato dalla mancanza di un ponte solido tra evidenza e decisione.

Un terzo momento in cui i trade-off diventano visibili è la relazione con gli stakeholder. Quando lo stakeholder engagement è fragile, ogni deviazione diventa più costosa da gestire: si riduce lo spazio di negoziazione con partner pubblici, comunità, investitori e beneficiari. Qui il trade-off prende una forma tipica: per “tenere insieme” il progetto si

tende a fare compromessi rapidi e poco tracciati, che poi alimentano rischio reputazionale e restringono le opzioni in exit. Non è che reputazione ed exit siano automaticamente in conflitto con l'impatto; è che, quando la relazione con gli stakeholder si deteriora, il margine per costruire soluzioni win-win si riduce e il sistema ti spinge verso scelte difensive. Questa lettura ha una conseguenza manageriale importante: se i trade-off sono spesso il risultato di un assetto decisionale incompleto, allora si possono prevenire intervenendo prima che si presentino come "dilemmi". Prevenire non significa eliminare qualunque tensione (che in investimenti reali esisterà sempre), ma evitare che la tensione diventi una scelta binaria. Il modello suggerisce che la leva non è "più controllo a valle", ma più coerenza a monte e migliori meccanismi di trasmissione: chiarire fin dall'inizio cosa significa allineamento finanza-impatto in termini di regole decisionali; progettare una misurazione che serva a decidere, non solo a rendicontare; definire come e quando gli stakeholder entrano nel processo, non solo nella comunicazione.

Detto in modo semplice: molti trade-off non nascono perché finanza e impatto sono incompatibili, ma perché il fondo arriva al momento difficile senza strumenti e senza regole condivise per gestirli insieme. E quando mancano questi presidi, il sistema "costringe" a scegliere, e quel vincolo viene scambiato per natura.

7.2 Dove il sistema va sotto stress: condizioni di contesto e punti di rottura tipici

Nel caso analizzato il modello suggerisce che il sistema "va sotto stress" quando succedono due cose insieme: aumenta la complessità (più vincoli, più attori, più urgenze) e diminuisce la capacità del fondo di leggere e correggere in tempo (misurazione poco utile, engagement fragile, governance che interviene tardi). In pratica, lo stress non è un evento singolo: è il momento in cui i meccanismi di collegamento non riescono più a fare da cuscinetto tra le scelte a monte e gli esiti a valle.

Una prima condizione di contesto tipica è l'incertezza regolatoria o istituzionale. Quando il progetto dipende da autorizzazioni, tariffe, convenzioni pubbliche o da un quadro normativo in evoluzione, anche un buon modello operativo può perdere stabilità rapidamente. In questi contesti, il punto di rottura non è "la norma cambia", ma il fatto che il cambiamento trova il fondo senza margini decisionali pronti: diritti di controllo poco azionabili, governance lenta nel prendere posizione, misurazione che non permette di stimare l'effetto del cambiamento su impatto e sostenibilità. Il risultato è che la pressione si sposta subito su sostenibilità finanziaria di breve periodo ed execution, cioè sugli esiti finali.

Un secondo scenario di stress è la fase di scaling. La crescita è spesso desiderata perché promette più impatto e migliori economie di scala, ma è anche il momento in cui il modello operativo viene "stirato". Se la robustezza operativa non è davvero solida, lo scaling produce scostamenti: calano qualità e consistenza dell'erogazione, aumentano errori e tempi, e diventa più probabile sia l'impact shortfall sia l'emersione di impatti negativi non intenzionali. Qui il punto di rottura tipico è che la misurazione non regge la crescita: i KPI

diventano lenti, incompleti o troppo aggregati, quindi la correzione arriva quando il problema è già diventato reputazionale o ha già compromesso fiducia e partnership.

Un terzo contesto critico è quando l'investimento vive una "compressione di tempo" (crisi di cassa, milestone ravvicinate, pressione degli investitori, necessità di rifinanziare). In queste situazioni, il sistema tende a diventare reattivo: si decide per urgenza e non per coerenza. Se l'allineamento finanza–impatto è stato costruito bene, la pressione può essere gestita scegliendo azioni compatibili con entrambi gli obiettivi. Se invece l'allineamento è debole, lo stress rende esplicito il conflitto: si taglia ciò che sembra più "morbido", spesso componenti di impatto o di engagement, e questo aumenta il rischio reputazionale e peggiora anche le opzioni di liquidità/exit.

C'è poi una condizione di contesto meno "esterna" ma molto frequente: l'eterogeneità degli stakeholder. Più il progetto è esposto a partner pubblici, comunità locali, beneficiari vulnerabili o media, più lo stakeholder engagement diventa un presidio tecnico, non solo relazionale. Il punto di rottura tipico qui è la perdita di "spazio di manovra": quando la relazione si irrigidisce, anche piccoli problemi operativi diventano controversie, e la reputazione diventa una variabile che condiziona tutto il resto, fino alle possibilità di exit o di rinnovo di partnership chiave.

Infine, il modello fa vedere un aspetto importante: spesso i punti di rottura non sono dove ci si aspetta. Non è l'esito finale (exit difficile, crisi di liquidità, execution problematica) il primo segnale; quelli sono gli ultimi segnali. I primi segnali tendono a stare nei meccanismi intermedi: misurazione che non "accende allarmi" utili, impact shortfall che viene razionalizzato troppo a lungo, impatti negativi che vengono trattati come eccezioni, engagement che si riduce a comunicazione e non a gestione attiva delle aspettative.

Tradotto in logica manageriale: il sistema va sotto stress quando aumenta la complessità del contesto, ma la macchina di governance–misurazione–engagement non è abbastanza pronta a trasformare segnali in decisioni. E i punti di rottura tipici sono proprio quelli in cui si perde tempo: non si capisce presto cosa sta succedendo, non si riesce a correggere senza creare costi reputazionali, e quindi si arriva agli esiti a valle con meno opzioni disponibili.

7.3 Dalla mappa dei rischi alla governance: ruoli, processi, accountability (chi decide cosa, quando, con quali evidenze)

Per trasformare la mappa dei rischi in governance serve un passaggio molto concreto: smettere di trattare i rischi come "argomenti" e usarli come regole di funzionamento. In pratica, la domanda non è "questo rischio esiste?", ma "chi lo presidia, quando lo rivediamo, quali segnali ci autorizzano a intervenire e con quale tipo di decisione?". La logica del modello aiuta perché separa ciò che nasce a monte (scelte e assetti), ciò che trasmette nel tempo (meccanismi operativi) e ciò che esplode a valle (esiti). Una governance efficace, quindi, non mette tutte le decisioni nello stesso luogo: distribuisce ruoli e accountability in modo coerente con questa dinamica.

Un primo elemento è chiarire chi decide cosa distinguendo tre tipi di decisione. Le decisioni "di impostazione" riguardano l'allineamento finanza–impatto, la governance e la capacità

del team: qui l'owner naturale è l'Investment Committee o un organo equivalente, perché sono scelte che determinano la traiettoria dell'investimento e non sono facilmente reversibili. Le decisioni "di gestione" riguardano robustezza del modello operativo, misurabilità dell'impatto, rischio di impact shortfall, impatti negativi e stakeholder engagement: qui l'owner deve essere un asse operativo (deal team + value creation + impact/ESG) con responsabilità esplicita di intervento, perché sono leve che vanno corrette mentre l'investimento è vivo. Le decisioni "di contenimento" riguardano reputazione, liquidità/exit, diritti di controllo, sostenibilità finanziaria ed execution: qui l'owner tende a essere un mix tra IC e funzioni di risk/portfolio, perché quando questi rischi emergono si tratta di scegliere come preservare valore e impatto con opzioni spesso più strette.

Il secondo elemento è stabilire quando si decide, cioè inserire i rischi in un calendario reale. Se la governance discute i driver solo all'inizio e poi non li rivede più, il modello dice che sta lasciando scoperto il punto più potente del sistema. Serve quindi una cadenza: alcune cose sono "one-off" (es. struttura di governance e diritti di controllo), ma altre richiedono checkpoint periodici. Un esempio semplice: l'allineamento finanza-impatto non è solo una dichiarazione iniziale, va riconsiderato ogni volta che cambiano budget, pricing, target di crescita o strategia commerciale, perché lì possono nascere trade-off. Allo stesso modo, misurazione dell'impatto e stakeholder engagement non sono report trimestrali: sono meccanismi di early warning, quindi vanno presidiati con frequenza sufficiente a correggere prima che la tensione diventi reputazionale o di liquidità.

Il terzo elemento è definire con quali evidenze si decide. Qui si disinnescano molta ambiguità: ogni rischio deve avere un set minimo di evidenze "accettate" che possono attivare una decisione. Per esempio, per la misurabilità dell'impatto non basta dire "abbiamo dei KPI": serve evidenza che i KPI siano usati per prendere decisioni (cioè che esista un collegamento tra indicatori e azioni correttive). Per stakeholder engagement non basta una comunicazione regolare: serve evidenza che esista una mappa stakeholder aggiornata, che i conflitti siano tracciati e che ci siano impegni verificabili (anche minimi) su ciò che il fondo fa quando emerge una criticità. Per impatti negativi non intenzionali non basta "nessun incidente": serve evidenza che esista un processo per intercettarli e gestirli (policy, canali, responsabilità, tempi di risposta). Queste evidenze non devono diventare burocrazia: devono essere poche, stabili e direttamente collegate alle scelte.

A questo punto l'accountability si rende operativa con una regola semplice: ogni rischio ha un owner e una soglia di intervento. L'owner è responsabile di portare il tema sul tavolo giusto; la soglia di intervento è la condizione che fa scattare l'azione. Nel caso dei rischi di collegamento, la soglia può essere un "segnale debole" (es. indicatori che iniziano a divergere, engagement che peggiora, primi segnali di impact shortfall) perché l'obiettivo è intervenire presto. Nel caso dei rischi a valle, la soglia è spesso più "dura" (es. tensione di cassa, exit che si complica, perdita di fiducia), e qui l'accountability è evitare che la decisione sia improvvisata: deve esistere un protocollo di escalation.

Infine, serve rendere tracciabile il nesso tra evidenze e decisioni, perché è qui che una governance impact si distingue. La tracciabilità non è un verbale lungo: è un "filo logico" che resta nel tempo. Per ogni decisione rilevante, deve essere chiaro: quale rischio era sotto osservazione, quali evidenze lo hanno segnalato, quale scelta è stata fatta, quale

trade-off è stato accettato e quale piano di monitoraggio viene attivato dopo. Questo è il punto in cui finanza, impatto ed ESG diventano davvero integrati: non perché si citano insieme, ma perché le decisioni sono prese con lo stesso set di evidenze e con una responsabilità chiara.

Se lo diciamo in una frase: la mappa dei rischi diventa governance quando ogni rischio smette di essere un'etichetta e diventa una regola di decisione, con un owner, un momento di revisione, evidenze minime e una procedura di escalation.

7.4 Sequencing degli interventi: cosa si fa prima e cosa dopo (prevenzione vs reazione)

La logica del sequencing è semplice: se il rischio si propaga "a cascata", allora anche gli interventi devono seguire una logica di cascata, partendo da ciò che può evitare la catena e arrivando, solo se serve, a ciò che gestisce le conseguenze. In altre parole, prevenzione e reazione non sono due filosofie alternative: sono due tempi diversi della stessa gestione, e il punto manageriale è decidere in anticipo cosa va fatto "prima" e cosa va fatto "dopo", senza aspettare che il sistema entri in crisi.

La prevenzione riguarda le scelte che, una volta sbagliate, diventano costose da correggere. Qui rientrano soprattutto l'allineamento finanza–impatto, la qualità della governance e la capacità del team. Sequencing significa quindi partire da domande dure in origination e structuring: l'impact thesis è compatibile con il modello di ricavo e con i vincoli di crescita? la governance è in grado di correggere rotta quando emergono segnali scomodi? il team ha davvero capacità operative per eseguire e misurare, non solo per presentare? Se questi tre punti non sono solidi, gli interventi successivi diventano spesso "cerotti": puoi rafforzare reporting e monitoraggio, ma stai monitorando un investimento impostato male.

Il secondo passo è mettere in sicurezza i meccanismi che trasformano le scelte iniziali in comportamento operativo, perché è lì che il rischio passa da potenziale a reale. Qui il sequencing è: prima rendere "azionabile" la misurazione dell'impatto, poi usare quella misurazione per governare impact shortfall e impatti negativi, e in parallelo costruire uno stakeholder engagement che non sia comunicazione, ma capacità di gestire frizioni, aspettative e conflitti. Un modo pratico per capirlo: se non misuri bene, non ti accorgi presto; se ti accorgi tardi, gli stakeholder si irrigidiscono; quando gli stakeholder si irrigidiscono, la reputazione si deteriora e l'exit si complica. Quindi, in termini di sequenza, misurazione e engagement non vanno "dopo" i problemi: vanno messi in funzione prima che i problemi diventino pubblici o irreversibili.

La reazione entra quando i segnali indicano che la catena si è già attivata. Qui l'obiettivo cambia: non è più evitare che succeda, ma limitare i danni e preservare valore e impatto. In questa fase diventano centrali le leve a valle: diritti di controllo, sostenibilità finanziaria di breve periodo, execution, gestione della reputazione e opzioni di liquidità/exit. Il sequencing, però, resta importante anche nella reazione: prima stabilizzare la continuità operativa (cassa e execution), poi usare i diritti di controllo per riorientare decisioni e

responsabilità, e solo dopo gestire l'exit o il riposizionamento, perché un'exit "forzata" fatta in piena instabilità tende a peggiorare sia il valore finanziario sia la tenuta dell'impatto.

Un modo molto chiaro per scriverlo nel capitolo è distinguere tre "ordini" di intervento, senza farla complicata. Primo ordine: interventi di progettazione, che riducono la probabilità che la catena parta (allineamento, governance, team). Secondo ordine: interventi di controllo operativo, che intercettano la catena mentre si forma (misurazione, impact shortfall, impatti negativi, stakeholder engagement, modello operativo). Terzo ordine: interventi di contenimento, che gestiscono gli esiti quando sono già visibili (reputazione, liquidità/exit, diritti di controllo, sostenibilità finanziaria, execution).

La parte "non banale" è la regola manageriale che ne deriva: ha poco senso investire la maggior parte delle energie solo nel terzo ordine, perché lì i margini sono stretti e le opzioni costose. Il modello non dice che gli esiti a valle non vanno gestiti; dice che, se vuoi davvero ridurre la probabilità di fallimenti congiunti finanza–impatto–ESG, devi spostare tempo, attenzione e strumenti verso i primi due ordini, cioè verso decisioni iniziali e meccanismi di trasmissione.

nel risk management del social/impact venture capital la sequenza corretta è "impostare bene → misurare e ingaggiare per correggere presto → contenere e uscire quando serve", perché invertire la sequenza porta quasi sempre a interventi tardivi, più costosi e meno efficaci.

7.5 Implicazioni per quadranti MICMAC: cosa cambia nella gestione se un rischio è driver o dependent

Se un rischio è classificato come driver, la gestione cambia perché non lo tratti come un "problema da risolvere quando emerge", ma come una condizione che genera altri problemi. Quindi l'azione manageriale non è tanto "mitigare l'evento", quanto progettare il sistema in modo che quel rischio sia basso già all'inizio e, se aumenta, venga intercettato subito. Nel nostro caso, rischi come allineamento finanza–impatto, qualità della governance, capacità del team, robustezza del modello operativo, misurabilità dell'impatto, impact shortfall, impatti negativi e stakeholder engagement stanno "sopra" molte altre dinamiche: se li sottovaluti, prima o poi paghi a valle con reputazione, liquidità/exit, sostenibilità finanziaria e execution.

In pratica, quando un rischio è driver, cambiano tre cose molto concrete. Cambia quando lo gestisci: lo metti nelle decisioni di origination e structuring, non solo nel monitoring. Cambia chi lo gestisce: non è un tema solo del risk manager o dell'ESG specialist, ma dell'investment committee e della governance (perché riguarda scelte e assetti). Cambia con cosa lo gestisci: servono strumenti "di progetto" (regole di investimento, clausole, incentivi, KPI decisionabili, processi di escalation), non solo report.

Se invece un rischio è dependent, la logica è quasi opposta: non lo interpreti come causa principale, ma come segnale che una catena a monte si è già attivata. Nel nostro caso, rischio reputazionale, rischio di liquidità/exit, sostenibilità finanziaria di breve periodo, diritti di controllo ed execution risk risultano principalmente dipendenti. Questo non li rende "meno importanti", spesso sono i più costosi, ma significa che, quando li vedi salire, la

domanda giusta non è “come lo abbassiamo subito?”, bensì “quali driver e quali meccanismi intermedi stanno alimentando questo esito?”.

Anche qui cambiano tre cose operative. Cambia l’obiettivo: non prevenzione strutturale, ma contenimento e recupero. Cambia il tempo di risposta: serve rapidità, perché sono rischi che si manifestano quando il margine di manovra si restringe. Cambiano le leve: non tanto “miglioriamo ancora il reporting”, ma azioni come stabilizzare cassa e piano operativo, rinegoziare condizioni, attivare diritti di intervento, correggere la governance operativa, gestire comunicazione e stakeholder in modo protettivo, e ridefinire l’exit in modo realistico.

La conseguenza manageriale più realistica è questa: i quadranti MICMAC non servono a dire “questi rischi sono buoni e questi cattivi”, ma a decidere dove mettere energia e in quale ordine. Se un rischio è driver, devi investirci prima e in modo strutturale perché è un moltiplicatore. Se un rischio è dependent, devi trattarlo come un “cruscotto rosso”: quando si accende, non basta spegnere la spia, devi andare a cercare il guasto a monte.

Nel modello, questa distinzione si traduce bene in una regola pratica per il fondo: i driver vanno gestiti con decisioni e architettura (governance, metriche, processi, incentivi), i dependent vanno gestiti con piani di stabilizzazione e salvaguardia (operativi, finanziari, reputazionali e di exit). E soprattutto: se ti ritrovi a lavorare sempre e solo sui dependent, significa che stai gestendo il rischio troppo tardi.

7.6 Integrazione nel processo di investimento

Per rendere realmente integrato il risk management lungo le dimensioni finanziaria, di impatto ed ESG non è sufficiente che ciascuna fase del processo di investimento sia gestita correttamente in modo isolato. L’elemento decisivo riguarda ciò che viene trasferito da una fase alla successiva, ossia quali informazioni, decisioni e vincoli diventano parte dell’eredità operativa del progetto, anziché rimanere appunti episodici o conoscenza tacita. Nel modello emerso dalla ricerca, i rischi più rilevanti non si attivano in modo improvviso, ma si costruiscono progressivamente quando, nel passaggio tra le fasi, si perdono coerenza e continuità. In questo senso, integrare il processo di investimento significa progettare consapevolmente dei passaggi obbligati, veri e propri handover decisionali, capaci di tenere insieme strategia, governance e gestione nel tempo.

Nella fase di origination, il primo elemento che deve essere trasferito riguarda una definizione non ambigua dell’investimento, chiarendo che cosa viene finanziato e perché il modello economico proposto è coerente con gli obiettivi di impatto. È in questa fase che prendono forma l’allineamento tra finanza e impatto, le ipotesi sulla capacità del team e la logica di governance. Quando tali scelte restano generiche, la fase di due diligence perde un bersaglio chiaro e la misurazione dell’impatto rischia di ridursi a un esercizio cosmetico. L’output dell’origination non dovrebbe quindi limitarsi a una decisione di go o no-go, ma consistere in un pacchetto minimo che includa una impact thesis operativa, l’identificazione delle ipotesi critiche, la priorità dei rischi driver e le condizioni da verificare nelle fasi successive.

Nella due diligence, ciò che deve essere trasferito è una traduzione ancora più concreta di tali ipotesi in test operativi e in condizioni contrattuali e gestionali. In questa fase vengono valutate la robustezza del modello operativo, la qualità effettiva della governance, l'affidabilità dei dati disponibili e la fattibilità della misurazione dell'impatto. Quando emergono fragilità, ad esempio una misurazione debole o processi organizzativi poco strutturati, tali elementi non possono rimanere semplici osservazioni, ma devono essere trasformati in impegni espliciti. Ciò implica la definizione di milestone, il supporto operativo, l'attribuzione di diritti di intervento, obblighi di reporting e, soprattutto, la chiarificazione di chi decide e cosa accade se i segnali peggiorano. L'output della due diligence che passa al monitoring dovrebbe quindi includere una baseline condivisa, un insieme limitato ma decisionale di KPI, soglie di allerta e regole di escalation chiaramente definite.

Nel monitoring, il passaggio cruciale riguarda la capacità di trasformare le misure in decisioni. È in questa fase che la misurabilità dell'impatto cessa di essere mera rendicontazione e diventa uno strumento di gestione. Se emergono impact shortfall o impatti negativi, non è sufficiente registrarli, ma diventa necessario attivare i meccanismi di governance, correggere l'execution, rivedere gli incentivi e riallocare le risorse. In parallelo, deve essere gestito in modo consapevole lo stakeholder engagement, che non rappresenta una dimensione accessoria o "soft", ma una leva in grado di proteggere oppure amplificare gli esiti a valle. L'output del monitoring verso la fase di exit non dovrebbe quindi essere limitato a una fotografia della performance, ma consistere in una storia verificabile del progetto, che renda conto di ciò che è accaduto, delle correzioni introdotte, dei rischi residui e della sostenibilità dell'impatto nel periodo successivo all'uscita.

Nella fase di exit, infine, deve essere trasferito un elemento spesso trascurato, ossia la coerenza tra le modalità di disinvestimento e gli obiettivi di impatto. Quando l'exit avviene in un contesto di elevato rischio reputazionale o di tensioni sulla liquidità, ciò è spesso il risultato di problemi accumulati nelle fasi precedenti. In questa prospettiva, l'obiettivo non è massimizzare il prezzo in astratto, ma chiudere l'investimento in modo tale da non distruggere valore e legittimazione. Per questo, la fase di exit dovrebbe ricevere in ingresso vincoli di uscita responsabile, condizioni minime di sostenibilità e una mappa degli stakeholder critici, e restituire all'organizzazione un feedback strutturato su quali driver hanno inciso maggiormente, quali segnali anticipatori sono stati ignorati e quali strumenti di gestione del rischio si sono dimostrati efficaci. In questo modo, l'exit non rappresenta solo la fine dell'investimento, ma diventa una fonte di apprendimento organizzativo per l'intero sistema decisionale.

7.7 KPI e segnali di early warning

In questa tesi i KPI non servono a "misurare tutto", né a produrre report più ricchi. Servono a una cosa sola: far scattare decisioni. Un KPI è utile solo se, quando cambia, obbliga qualcuno a fare qualcosa di specifico (chiarire, correggere, intervenire, rinegoziare, fermare,

uscire). Per questo la logica di early warning non è una lista di metriche, ma una catena semplice: segnale → interpretazione → decisione → responsabilità → tempo.

Il primo principio è che i segnali devono essere collegati ai meccanismi del modello, non agli esiti finali. Se aspetti di “misurare” direttamente l’exit problematica o la crisi reputazionale, sei già tardi: quelli sono risultati a valle. I segnali utili stanno prima, nei punti in cui il rischio si trasmette: qualità della misurazione, scostamenti di impatto, impatti negativi, deterioramento della relazione con stakeholder, difficoltà operative ricorrenti. In pratica, l’early warning serve a intercettare ciò che nel modello “accende” i rischi a valle.

Il secondo principio è distinguere tre tipi di segnali, perché attivano decisioni diverse. I segnali “di coerenza” servono a capire se l’investimento sta restando fedele all’allineamento finanza–impatto e alla logica iniziale. Qui non guardi solo numeri: guardi se le scelte operative stanno inseguendo ricavi sacrificando impatto, o se l’impatto richiede attività non sostenibili economicamente. Quando questo segnale si accende, la decisione tipica non è “aumentare il reporting”, ma convocare governance e rivedere priorità, incentivi e piano.

I segnali “di controllo” servono a capire se stai governando davvero, cioè se la misurazione è azionabile e se l’organizzazione riesce a correggere rotta. Un esempio concreto: dati incompleti o tardivi, KPI che non si aggiornano, indicatori che cambiano definizione, o risultati che non si traducono in azioni. Se questo segnale si accende, la decisione non è discutere l’impatto “in astratto”, ma intervenire sulla misurazione (chi produce i dati, con quali standard, con quale frequenza) e sui diritti di intervento (chi può chiedere correzioni, con quali tempi).

I segnali “di fiducia” riguardano stakeholder engagement e reputazione in formazione. Sono segnali apparentemente qualitativi ma molto concreti: escalation di lamentele, aumento di contestazioni, ritardi nelle partnership, irrigidimento degli investitori, maggiore difficoltà a negoziare. Quando questi segnali compaiono, la decisione tipica è gestire attivamente lo stakeholder landscape: chiarire aspettative, correggere comunicazione, modificare pratiche operative che stanno generando attrito, e, se serve, cambiare governance del progetto. Se non lo fai, il modello suggerisce che il rischio reputazionale diventa il ponte verso problemi di exit e liquidità.

Il terzo principio è usare soglie e “azioni predefinite”. Le soglie non devono essere perfette, devono essere utili. Una soglia serve a togliere ambiguità: “se succede X, facciamo Y”. Per esempio: se per due cicli consecutivi emergono segnali di impact shortfall, allora si attiva un deep-dive operativo e si definisce un piano correttivo con tempi e owner; se compaiono impatti negativi non intenzionali, allora si sospende l’espansione e si introduce una misura di mitigazione prima di procedere; se lo stakeholder engagement peggiora in modo evidente, allora si apre un tavolo di riallineamento e si aggiorna la strategia di comunicazione e accountability.

Il quarto principio è assegnare la decisione al livello giusto. Non tutti i segnali vanno al comitato investimenti. Alcuni devono essere gestiti operativamente dal team, altri richiedono escalation di governance. La regola semplice è: quando un segnale mette in discussione l’allineamento, la sostenibilità o la legittimazione, allora deve salire di livello. Se invece è un problema tecnico risolvibile, resta nel livello operativo ma con tempi stretti.

In sintesi, un sistema di KPI ed early warning coerente con i findings del modello fa tre cose: intercetta presto i segnali nei rischi “di collegamento”, li traduce in decisioni già definite e assegna responsabilità e tempi chiari. Così la misurazione diventa davvero infrastruttura di gestione: non descrive il rischio quando è già esploso, ma ti costringe ad agire quando è ancora reversibile.

7.8 Toolkit operativo: checklist, scorecard, dashboard collegate a decisioni reali

Un toolkit operativo realmente efficace, al tempo stesso snello e robusto, non coincide con un insieme aggiuntivo di documenti o procedure, ma con un set minimo di strumenti progettati per produrre tre effetti concreti: allineare le decisioni nelle fasi di origination e due diligence, mantenere coerenza nel monitoring e rendere la fase di exit gestibile senza ricorrere all’improvvisazione. Il principio guida è semplice: ogni strumento deve essere collegato a una decisione reale, avere un responsabile chiaro e collocarsi in un momento preciso del processo di investimento.

La checklist svolge una funzione cruciale nel prevenire che le scelte più rilevanti rimangano implicite. È breve, utilizzata in modo sistematico e costruita intorno a poche domande non negoziabili, tali da bloccare l’avanzamento del processo in assenza di risposte adeguate. Nel modello proposto, le voci chiave non sono numerose, ma mirate a presidiare i rischi driver e i principali meccanismi di trasmissione, in particolare la coerenza tra finanza e impatto, la qualità della governance, la capacità del team, la robustezza operativa, la misurabilità dell’impatto e le basi dello stakeholder engagement. La checklist non è pensata per produrre un punteggio sintetico, ma per generare una decisione esplicita, che può consistere nel procedere senza condizioni, nel procedere introducendo vincoli specifici, nel rimandare per approfondimenti oppure nello stop dell’operazione.

La scorecard entra in gioco quando è necessario confrontare opportunità di investimento o priorità di intervento in modo coerente, evitando che la valutazione si riduca a impressioni soggettive. Rispetto alla checklist, la scorecard è più strutturata, ma mantiene una logica di leggerezza, basata su poche dimensioni, scale semplici e, soprattutto, su una sezione obbligatoria dedicata alle implicazioni operative. L’elemento distintivo non è tanto la valutazione del livello di rischio in sé, quanto l’individuazione di dove il rischio si concentra nel sistema. A parità di criticità, un rischio che insiste su un driver, come la governance, richiede interventi anticipati e condizioni più stringenti, mentre un rischio collocato a valle, come quello di liquidità o di exit, va gestito come conseguenza, attraverso piani di contenimento. In questo senso, la scorecard non è uno strumento di compliance, ma un supporto alla definizione di sequenze e priorità decisionali.

La dashboard rappresenta l’elemento che rende il monitoring effettivamente utile, perché consente di trasformare segnali in azioni. Una dashboard efficace non è ricca di informazioni, ma progettata per essere letta rapidamente e per attivare escalation chiare. Essa dovrebbe includere un numero limitato di indicatori per ciascun meccanismo di trasmissione rilevante, in particolare la qualità e tempestività dei dati di misurazione, la presenza di impact shortfall o impatti negativi, la robustezza operativa e l’execution, nonché

i segnali di fiducia o di attrito nello stakeholder engagement. La componente essenziale non è il grafico in sé, ma la traduzione operativa degli indicatori in azioni, attraverso soglie definite, decisioni associate, responsabilità assegnate e tempi di intervento. In assenza di questa connessione esplicita, la dashboard tende a ridursi a un esercizio di reporting.

Affinché i tre strumenti funzionino come un sistema integrato, è necessario un collegamento esplicito tra le diverse fasi del processo di investimento. Il problema più frequente non è la mancanza di dati, ma l'incapacità di trasferire informazioni e decisioni da origination a due diligence e da questa al monitoring. La checklist genera condizioni e assunzioni iniziali, la scorecard traduce tali assunzioni in priorità e presidi, la dashboard monitora proprio quelle condizioni e segnala quando non risultano più valide. La coerenza complessiva si ottiene attraverso una regola pratica semplice, secondo cui ogni red flag o condizione emersa nelle fasi iniziali deve trovare un indicatore o un segnale corrispondente nelle fasi successive, altrimenti rischia di rimanere lettera morta.

Infine, un toolkit realmente robusto deve prevedere un utilizzo esplicitamente orientato alla governance e non soltanto alla gestione operativa. Ciò implica che il comitato investimenti e gli organi di governance non si limitino a rivedere i risultati, ma valutino periodicamente anche la qualità del sistema decisionale nel suo insieme, verificando se i dati arrivano in modo tempestivo, se le soglie sono rispettate, se le escalation vengono effettivamente attivate e se le decisioni risultano tracciabili. È in questo passaggio che misurazione e stakeholder engagement diventano a pieno titolo infrastrutture di gestione del rischio, non perché producono informazioni, ma perché costringono l'organizzazione a decidere in modo coerente quando il rischio inizia a propagarsi lungo il sistema.

Al fine di rendere più esplicita la traducibilità operativa del framework, la tabella seguente sintetizza, per ciascuna fase del ciclo di investimento, le principali decisioni da assumere, i rischi strutturali rilevanti, le evidenze da presidiare e le corrispondenti azioni manageriali.

Fase del ciclo di investimento	Decisione principale	Rischi strutturali rilevanti	Evidenze / indicatori / segnali	Azione manageriale	Responsabile
Selezione preliminare	Decidere se procedere o meno all'approfondimento dell'opportunità di investimento	Debole allineamento tra missione, modello di attività e logica dell'investimento; qualità insufficiente del gruppo imprenditoriale; scarsa chiarezza del problema sociale o ambientale affrontato; incoerenza iniziale tra obiettivi economici e obiettivi di impatto	Coerenza tra missione e proposta di valore; qualità e complementarità del gruppo imprenditoriale; chiarezza della logica di impatto; primi elementi di sostenibilità economica; qualità e completezza delle informazioni disponibili	Definire criteri integrati di selezione preliminare; escludere le opportunità non coerenti; rendere espliciti i requisiti minimi per accedere alla fase successiva; utilizzare griglie di valutazione che combinino aspetti economici, di impatto e di governance	Team investimenti
Valutazione approfondita	Valutare se l'opportunità sia investibile e governabile nel tempo	Debolezza degli assetti di governance; fragilità della misurazione dell'impatto; asimmetrie informative; sovrastima delle capacità organizzative; disallineamento tra aspettative dell'investitore e capacità dell'organizzazione finanziata	Qualità della governance; affidabilità dei dati; maturità organizzativa; capacità di esecuzione; presenza di sistemi di monitoraggio; chiarezza degli indicatori di impatto; principali rischi ESG	Approfondire le criticità emerse nella fase preliminare; verificare dati e ipotesi; tradurre i rischi principali in condizioni, clausole o tappe di verifica; rendere espliciti i fattori che potrebbero compromettere le fasi successive	Team investimenti con supporto delle funzioni di rischio, impatto e consulenza
Strutturazione dell'operazione	Definire un'operazione coerente con il profilo di rischio dell'investimento	Trasferimento implicito del rischio alle fasi successive; clausole contrattuali insufficienti; scarso allineamento tra incentivi; assenza di meccanismi di correzione in caso di scostamenti dai risultati attesi	Presenza di clausole vincolanti; tappe di verifica; obblighi di rendicontazione; diritti di governance; clausole collegate a impatto, utilizzo delle risorse, risultati e trasparenza informativa	Strutturare l'operazione in modo coerente con i rischi trainanti individuati; collegare obblighi di rendicontazione, tappe di verifica, diritti di controllo e supporto successivo all'investimento; introdurre presidi che riducano l'accumulo di rischio nelle fasi successive	Comitato investimenti, area legale, società di gestione
Monitoraggio	Controllare l'evoluzione dell'investimento e correggere tempestivamente eventuali scostamenti	Manifestazione di rischi a valle dovuti a decisioni deboli prese a monte; deterioramento della capacità realizzativa; perdita di allineamento tra risultati economici, risultati di impatto ed aspettative degli stakeholder; criticità reputazionali o ESG	Scostamenti rispetto agli indicatori economici e di impatto; ritardi nelle tappe previste; variazioni nei flussi economici, nei risultati sociali o ambientali, nella stabilità del gruppo imprenditoriale e nella qualità della rendicontazione; segnali precoci di criticità	Attivare misure correttive; rivedere le ipotesi iniziali; rafforzare il supporto gestionale; aggiornare strumenti di controllo e valutazione; ridefinire tempi, priorità e presidi di governance quando necessario	Responsabile di portafoglio, responsabile impatto, rappresentanti negli organi di governo

Fase del ciclo di investimento	Decisione principale	Rischi strutturali rilevanti	Evidenze / indicatori / segnali	Azione manageriale	Responsabile
Uscita dall'investimento	Valutare tempi, modalità e sostenibilità dell'uscita	Difficoltà di disinvestimento legate a fragilità non risolte; indebolimento della coerenza tra valore creato e valore trasferibile; tensioni tra obiettivo di rendimento e mantenimento dell'impatto	Qualità dei risultati raggiunti; stabilità del modello di attività; tenuta dei risultati di impatto; prontezza organizzativa; attrattività per futuri investitori o acquirenti; rischi reputazionali residui	Pianificare l'uscita in modo coerente con il percorso dell'investimento; verificare in anticipo le condizioni di trasferibilità; integrare valutazione economica e valutazione dell'impatto; evitare che l'uscita comprometta i risultati costruiti nel tempo	Direzione del fondo, comitato investimenti, organi di governo

Tabella 19 Traduzione operativa del framework lungo il ciclo di investimento

7.9 Implicazioni di policy

I risultati della ricerca non presentano soltanto implicazioni manageriali per i fondi e per gli operatori dell'impact investing, ma anche implicazioni di policy più ampie. In particolare, essi suggeriscono che il rafforzamento dell'ecosistema non dipende unicamente dalla disponibilità di metriche, standard e obblighi informativi, ma anche dalla capacità di promuovere assetti decisionali e di governance coerenti con la natura interdipendente dei rischi che caratterizzano il social e impact venture capital.

7.9.1 Implicazioni di policy per i Limited Partners (LP)

Nel sistema del social/impact venture capital, i Limited Partners occupano una posizione peculiare: non partecipano alle decisioni operative quotidiane, ma esercitano un'influenza determinante sulla struttura del rischio attraverso le condizioni di allocazione del capitale. I risultati della ricerca mostrano che molte delle fragilità che emergono a valle, in termini di reputazione, difficoltà di exit o tensioni finanziarie, hanno origine in scelte compiute molto prima, nella fase di progettazione del veicolo e nella definizione delle regole che ne governano il funzionamento. In questo senso, il ruolo degli LP non è neutrale né puramente finanziario: essi contribuiscono direttamente a definire l'architettura gestionale del rischio. Una prima implicazione rilevante riguarda il modo in cui gli LP dovrebbero concepire l'allineamento tra obiettivi finanziari e di impatto. I risultati suggeriscono che l'allineamento non può essere trattato come una dichiarazione di principio, ma deve tradursi in impegni operativi verificabili. In pratica, questo significa che gli LP dovrebbero richiedere che l'intenzionalità di impatto sia incorporata in clausole contrattuali e meccanismi decisionali concreti, come impact covenant che definiscano esplicitamente quali obiettivi di impatto sono considerati core per la strategia del fondo, quali margini di flessibilità sono ammessi e in quali condizioni è richiesta una revisione formale delle scelte di investimento. Tali clausole non servono a irrigidire l'operatività del gestore, ma a rendere trasparente ex ante come verranno gestite le tensioni inevitabili tra performance finanziaria e impatto.

Un secondo ambito critico riguarda la governance dell'impatto lungo la vita dell'investimento. L'evidenza empirica mostra che molte criticità non derivano dall'assenza di dati, ma dalla mancanza di momenti strutturati in cui tali dati producono conseguenze decisionali. In questo contesto, gli LP possono svolgere un ruolo decisivo chiedendo non solo report periodici, ma l'esistenza di protocolli di escalation chiari. Ad esempio, quando determinati indicatori di impatto o segnali qualitativi mostrano un deterioramento persistente, dovrebbe essere previsto un passaggio formale in sede di investment committee o advisory board, con la tracciabilità delle opzioni discusse e delle decisioni

assunte. Un escalation protocol di questo tipo riduce il rischio che problemi strutturali vengano normalizzati fino a trasformarsi in esiti irreversibili a valle.

Un ulteriore elemento emerso dall'analisi riguarda la gestione degli impatti negativi e delle relazioni con gli stakeholder. In molti casi, gli LP tendono a focalizzarsi sugli outcome positivi dichiarati, trascurando la necessità di presidiare sistematicamente gli effetti indesiderati. I risultati suggeriscono invece che la capacità di identificare, discutere e gestire gli impatti negativi è uno dei principali fattori che distingue veicoli resilienti da veicoli esposti a shock reputazionali. In termini operativi, questo implica che gli LP dovrebbero richiedere l'esistenza di procedure di incident management analoghe a quelle utilizzate per i rischi operativi o legali: segnalazione, classificazione della gravità, azioni correttive e comunicazione trasparente. L'assenza di tali procedure aumenta la probabilità che lo stakeholder engagement si deteriori in modo improvviso e difficile da recuperare.

Infine, la ricerca evidenzia l'importanza della tracciabilità delle decisioni come strumento di apprendimento e di accountability. Gli LP, in quanto soggetti che rispondono a propria volta a stakeholder istituzionali o pubblici, hanno interesse a poter ricostruire ex post non solo cosa è accaduto, ma perché determinate scelte sono state prese. In questo senso, l'adozione di decision log strutturati, che documentino le principali decisioni di investimento, le alternative considerate e le motivazioni sottostanti, rappresenta uno strumento semplice ma potente per ridurre l'opacità decisionale e migliorare la qualità complessiva della governance.

Nel complesso, le implicazioni di policy per i Limited Partners che emergono da questa ricerca suggeriscono un riposizionamento del loro ruolo: da finanziatori che valutano ex ante una strategia, a co-architetti di un sistema di rischio che si sviluppa nel tempo. Intervenire su governance, misurazione e processi decisionali a monte non significa limitare l'autonomia dei gestori, ma creare le condizioni affinché le inevitabili incertezze del social/impact venture capital possano essere affrontate in modo strutturato, prima che si traducano in fallimenti congiunti di impatto e performance finanziaria.

7.9.2 Implicazioni di policy per i regolatori

Nel sistema del social/impact venture capital, i regolatori svolgono un ruolo meno visibile rispetto a quello dei gestori o degli investitori istituzionali, ma non meno determinante. Le evidenze emerse dall'analisi mostrano che molte delle fragilità che si manifestano a valle non dipendono esclusivamente da decisioni interne ai fondi, ma sono amplificate, o talvolta generate, dal contesto regolatorio in cui tali decisioni vengono prese. In questo senso, la regolazione non è un semplice sfondo neutro, ma una componente attiva dell'architettura del rischio.

Un primo elemento riguarda il rapporto tra trasparenza informativa e governance. La regolazione recente ha posto una crescente attenzione ai temi della disclosure, richiedendo agli operatori maggiori livelli di trasparenza rispetto agli obiettivi di sostenibilità, ai rischi ESG e ai risultati dichiarati. Questa evoluzione è importante, perché migliora la disponibilità di informazioni e riduce alcune asimmetrie informative. Tuttavia, i risultati della ricerca suggeriscono che la sola disclosure non è sufficiente a garantire una migliore governabilità

del rischio. La trasparenza, infatti, rende più visibili alcune informazioni, ma non assicura di per sé una comprensione delle interdipendenze decisionali che collegano scelte iniziali, assetti di governance, monitoraggio e risultati finali. In questo senso, una policy efficace dovrebbe affiancare alla spinta verso la rendicontazione una maggiore attenzione alla qualità dei processi decisionali e alla capacità degli operatori di tradurre le informazioni raccolte in decisioni coerenti lungo il ciclo di investimento. Un secondo elemento riguarda il ruolo dei principali framework regolatori europei, in particolare quelli legati ai temi ESG e alla disciplina della sostenibilità, come SFDR e CSRD. Tali strumenti contribuiscono in modo rilevante a migliorare trasparenza, comparabilità e formalizzazione degli obblighi informativi. Essi favoriscono inoltre una maggiore attenzione alla misurazione e alla comunicazione delle dimensioni non finanziarie dell'investimento. Tuttavia, i risultati della ricerca indicano che questi framework, pur utili, non sostituiscono una lettura strutturale del rischio. In altri termini, la presenza di obblighi informativi più avanzati non equivale automaticamente alla presenza di una governance causale del rischio, cioè di una capacità di comprendere come fattori finanziari, di impatto, ESG e di governance si influenzino reciprocamente e producano effetti lungo il tempo. Da questo punto di vista, i framework regolatori possono essere letti come condizioni abilitanti, ma non come sostituti dei processi organizzativi necessari per interpretare e governare tali interdipendenze. Ne consegue che l'efficacia della regolazione dipende anche dalla capacità degli operatori di integrare gli obblighi derivanti da SFDR, CSRD e dagli altri dispositivi ESG all'interno di strutture decisionali coerenti, evitando che la compliance si traduca in un adempimento formale separato dalle decisioni di investimento.

Un terzo elemento critico riguarda il modo in cui la regolazione tende a trattare finanza, impatto ed ESG come ambiti separati. I risultati della ricerca suggeriscono che questa separazione concettuale si riflette in obblighi di reporting frammentati, standard eterogenei e richieste informative non allineate, che finiscono per spingere i gestori verso una gestione compartimentata del rischio. Dal punto di vista regolatorio, l'implicazione non è tanto l'introduzione di nuovi requisiti, quanto una maggiore coerenza strutturale tra quelli esistenti. Quando le informazioni richieste su performance finanziaria, impatto e fattori ESG non dialogano tra loro, il rischio è che la misurazione diventi un esercizio di compliance, privo di reali conseguenze decisionali.

In questo contesto, un contributo rilevante dei regolatori potrebbe consistere nello spostare l'attenzione dal contenuto puntuale degli indicatori alla loro funzione decisionale. Le evidenze mostrano che il problema non è l'assenza di metriche, ma l'assenza di aspettative chiare su come tali metriche debbano essere utilizzate nei processi di governance. Richiedere, ad esempio, che i soggetti regolati esplicitino quali decisioni vengono attivate al superamento di determinate soglie, e come queste decisioni vengono documentate, avrebbe un impatto molto più profondo sulla gestione del rischio rispetto all'aggiunta di nuovi indicatori standardizzati.

Un secondo ambito riguarda la gestione dell'incertezza e dei trade-off. L'analisi mostra che molte tensioni operative nascono dal tentativo di presentare social/impact venture capital come un ambito privo di conflitti tra obiettivi, quando in realtà tali conflitti sono strutturali e inevitabili. Una regolazione che implicitamente penalizza l'emersione di trade-off può

incentivare comportamenti opportunistici o una comunicazione eccessivamente ottimistica. In questo senso, i regolatori potrebbero svolgere un ruolo abilitante riconoscendo esplicitamente che l'esistenza di trade-off non è di per sé un segnale di cattiva gestione, ma un elemento fisiologico di sistemi complessi. Ciò implica accettare e normare spazi di discrezionalità motivata, purché le scelte siano tracciabili e coerenti con l'intenzionalità dichiarata.

Un ulteriore punto emerso riguarda la temporalità della regolazione. Molti requisiti regolatori sono costruiti come snapshot periodici, mentre i meccanismi di propagazione del rischio evidenziati dal modello sono dinamici e si sviluppano nel tempo. Questo disallineamento temporale rende difficile intercettare i segnali deboli che precedono gli esiti critici. Una possibile implicazione di policy consiste nel favorire strumenti che valorizzino la continuità del monitoraggio e la comparabilità nel tempo, piuttosto che il mero adempimento formale a scadenze prefissate. In questa prospettiva, la richiesta di processi documentati di revisione periodica delle assunzioni di impatto potrebbe risultare più efficace di obblighi informativi sempre più granulari.

Infine, la ricerca suggerisce che i regolatori possono influenzare in modo significativo il comportamento degli attori di mercato anche attraverso ciò che scelgono di non normare in modo rigido. In un ambito caratterizzato da forte eterogeneità di modelli, una regolazione eccessivamente prescrittiva rischia di irrigidire l'innovazione senza ridurre realmente il rischio sistemico. Al contrario, definire cornici di riferimento chiare sui principi di governance, sulla tracciabilità delle decisioni e sulla gestione degli impatti negativi lascia spazio all'adattamento contestuale, mantenendo al contempo un presidio sui meccanismi che la ricerca identifica come più critici.

Nel complesso, le implicazioni di policy per i regolatori che emergono da questo studio indicano la necessità di un cambio di prospettiva: dalla regolazione dei singoli output alla regolazione dei processi decisionali che li generano. In questo senso, il contributo regolatorio più rilevante non consiste nel moltiplicare le definizioni o le tassonomie, ma nel favorire un allineamento strutturale tra intenzionalità dichiarata, meccanismi di governance e pratiche operative, riducendo la probabilità che le fragilità iniziali si traducano in fallimenti a valle difficili da correggere.

7.9.3 Implicazioni di policy per le Pubbliche Amministrazioni

Un terzo elemento riguarda le possibili indicazioni per l'ecosistema dell'impact investing e per gli intermediari pubblici o para-pubblici che sostengono lo sviluppo del settore. I risultati della ricerca suggeriscono almeno tre direzioni di intervento.

In primo luogo, appare rilevante rafforzare le capacità di impact management dei fondi, non solo sul piano della misurazione, ma anche su quello dell'integrazione tra valutazione dell'impatto, governance e decisioni di investimento. In secondo luogo, potrebbe essere utile promuovere standard minimi relativi ai processi decisionali, con particolare attenzione alle fasi di selezione, due diligence, definizione delle clausole e monitoraggio. In terzo luogo, emerge l'importanza di sostenere infrastrutture informative, competenze

specialistiche e percorsi di apprendimento, così da migliorare la capacità degli operatori di leggere in modo tempestivo e coerente i segnali di rischio.

In questa prospettiva, il ruolo degli attori pubblici non dovrebbe limitarsi a incentivare la crescita quantitativa del mercato o la produzione di dati, ma dovrebbe estendersi al rafforzamento delle condizioni organizzative e cognitive che rendono possibile una gestione più consapevole della complessità decisionale. Ciò appare particolarmente rilevante in un settore nel quale i risultati dipendono non solo dalla disponibilità di capitale, ma anche dalla qualità dei processi con cui tale capitale viene allocato, accompagnato e monitorato nel tempo.

Nel campo del social/impact venture capital, le Pubbliche Amministrazioni non sono semplicemente soggetti regolati o beneficiari indiretti degli investimenti, ma attori che partecipano attivamente alla costruzione del mercato. Possono agire come co-investitori, come committenti di servizi a impatto e come soggetti capaci di orientare il comportamento degli operatori attraverso le proprie scelte istituzionali. I risultati della ricerca mostrano che, in ciascuno di questi ruoli, la Pubblica Amministrazione incide in modo significativo sull'architettura del rischio, spesso in modo non pienamente consapevole.

Nel ruolo di co-investitore, la Pubblica Amministrazione interviene tipicamente attraverso fondi di fondi, strumenti di finanza mista o veicoli dedicati, con l'obiettivo di mobilitare capitale privato verso finalità di interesse pubblico. L'evidenza emersa suggerisce che il contributo pubblico non è neutro rispetto al rischio: le condizioni con cui il capitale pubblico viene allocato influenzano direttamente l'allineamento tra obiettivi finanziari e di impatto, la struttura di governance e le aspettative operative dei gestori. Quando il capitale pubblico è percepito come "paziente" ma privo di presidi decisionali chiari, può ridurre gli incentivi a investire in meccanismi robusti di misurazione dell'impatto e di gestione degli stakeholder. Al contrario, quando l'intervento pubblico è accompagnato da requisiti espliciti su processi decisionali, uso delle informazioni di impatto e modalità di escalation delle criticità, esso contribuisce a rafforzare i driver strutturali del sistema, riducendo la probabilità che fragilità iniziali si traducano in esiti negativi a valle.

Un secondo ruolo centrale è quello di committente, in particolare nei settori del welfare, dei servizi alla persona, dell'educazione, della rigenerazione urbana e della transizione ambientale. In questi ambiti, la Pubblica Amministrazione definisce il perimetro delle attività finanziabili, i criteri di selezione dei progetti e le modalità di remunerazione delle prestazioni. L'analisi mostra che molte tensioni tra finanza e impatto nascono proprio in questa fase, quando gli obiettivi pubblici sono formulati in modo generico o incoerente con i meccanismi operativi richiesti agli operatori. Specificare risultati attesi senza chiarire come questi verranno monitorati, discussi e gestiti nel tempo sposta il rischio sui soggetti attuatori, favorendo comportamenti difensivi o meramente conformativi.

In questo senso, una implicazione rilevante riguarda la progettazione dei contratti e degli strumenti di affidamento. La ricerca suggerisce che l'efficacia della domanda pubblica non dipende tanto dalla sofisticazione degli indicatori, quanto dalla chiarezza delle regole decisionali incorporate nei contratti. Prevedere momenti strutturati di revisione congiunta dei risultati, meccanismi di adattamento degli obiettivi in caso di cambiamenti di contesto

e procedure esplicite per la gestione degli impatti indesiderati consente di ridurre il rischio sistemico, trasformando la relazione contrattuale in uno spazio di apprendimento anziché in una fonte di conflitto.

Il terzo ruolo, spesso sottovalutato, è quello della Pubblica Amministrazione come attore di sistema, capace di orientare il mercato attraverso segnali indiretti. Le scelte su quali strumenti sostenere, quali pratiche riconoscere come legittime e quali informazioni rendere pubblicamente disponibili contribuiscono a definire ciò che viene percepito come “buona pratica” nel social/impact venture capital. I risultati mostrano che, in assenza di un orientamento chiaro, gli operatori tendono ad allinearsi a standard minimi di conformità, con un conseguente indebolimento dei meccanismi di governance e di gestione del rischio. In questa prospettiva, la Pubblica Amministrazione può svolgere un ruolo di market shaping promuovendo la diffusione di infrastrutture comuni, come linee guida per la misurazione dell’impatto utilizzabili nei processi decisionali, modelli di reporting orientati alle decisioni e spazi di confronto strutturato tra investitori, gestori e soggetti attuatori. Tali interventi non richiedono necessariamente nuovi vincoli normativi, ma una maggiore attenzione alla coerenza tra politiche, strumenti e pratiche operative.

Nel complesso, le implicazioni di policy per le Pubbliche Amministrazioni indicano la necessità di superare una visione del social/impact venture capital come semplice strumento finanziario al servizio di obiettivi pubblici. I risultati della ricerca mostrano che l’efficacia dell’intervento pubblico dipende dalla capacità di riconoscere e governare l’interdipendenza tra decisioni a monte, meccanismi organizzativi e risultati a valle. In questo senso, la Pubblica Amministrazione non riduce il rischio limitandosi a trasferirlo al mercato, ma contribuendo attivamente a progettare un’architettura decisionale che renda il sistema più coerente, trasparente e adattivo nel tempo.

7.9.4 Implicazioni di policy per le piattaforme di mercato e le infrastrutture informative del social/impact venture capital

Nel sistema del social/impact venture capital, le piattaforme di mercato e le infrastrutture informative svolgono una funzione cruciale ma spesso invisibile: definiscono ciò che è misurabile, confrontabile e comunicabile. Database, sistemi di rating, benchmark e standard volontari non si limitano a descrivere il mercato, ma contribuiscono attivamente a strutturarlo, influenzando le decisioni di investitori, gestori e policy maker. I risultati della ricerca mostrano che queste infrastrutture incidono direttamente sui meccanismi di propagazione del rischio, in particolare sui rischi di collegamento legati alla misurazione dell’impatto e allo stakeholder engagement.

Un primo ambito riguarda i database e le piattaforme di raccolta dati. Nel contesto attuale, tali strumenti aggregano informazioni su investimenti, indicatori di impatto, performance ESG e caratteristiche organizzative dei veicoli. Tuttavia, l’analisi evidenzia che la maggior parte dei database è progettata con finalità descrittive o di rendicontazione esterna, più che di supporto alle decisioni. Questo orientamento può generare un effetto collaterale rilevante: la standardizzazione dei dati senza un chiaro legame con i processi decisionali

tende a rafforzare comportamenti conformativi, indebolendo la capacità degli operatori di utilizzare le informazioni per intercettare e gestire il rischio in modo tempestivo.

Dal punto di vista delle implicazioni di policy, emerge l'esigenza che le piattaforme informative rendano più esplicito il nesso tra dati raccolti e decisioni che tali dati dovrebbero informare. Ciò significa privilegiare architetture che consentano di collegare indicatori di impatto a momenti decisionali specifici del ciclo di investimento, come la revisione delle strategie di intervento, la rinegoziazione degli obiettivi o l'attivazione di meccanismi di escalation. In assenza di questo collegamento, la disponibilità di dati più ricchi non si traduce necessariamente in una riduzione del rischio sistemico.

Un secondo ambito riguarda i sistemi di rating e scoring, che attribuiscono valutazioni sintetiche a fondi, progetti o organizzazioni. La ricerca suggerisce che tali strumenti influenzano fortemente le percezioni di rischio, soprattutto per investitori meno direttamente coinvolti nella gestione operativa. Tuttavia, quando i rating aggregano dimensioni eterogenee senza rendere trasparente la logica sottostante, essi possono mascherare le interdipendenze tra rischi strutturali, di collegamento ed esiti a valle. In questi casi, un buon punteggio complessivo può convivere con fragilità rilevanti nei driver a monte, che emergono solo in fasi successive del processo.

Un'implicazione rilevante è la necessità di evolvere i sistemi di rating da strumenti di classificazione statica a strumenti di lettura strutturale. Ciò implica rendere visibile non solo il livello di performance, ma anche la posizione dei diversi rischi nell'architettura decisionale del veicolo valutato. Rating che distinguano esplicitamente tra qualità della governance, robustezza dei meccanismi di misurazione e gestione degli stakeholder offrirebbero un'informazione più coerente con la natura sistemica del rischio emersa dalla ricerca.

Un terzo elemento riguarda i benchmark e gli standard volontari, che definiscono ciò che è considerato "normale" o "accettabile" nel mercato. Sebbene tali strumenti abbiano contribuito in modo significativo alla diffusione del social/impact venture capital, i risultati mostrano che un uso non critico dei benchmark può rafforzare dinamiche di imitazione che attenuano l'attenzione ai contesti specifici. In particolare, l'adozione di standard uniformi senza un adattamento ai modelli operativi e alle condizioni di contesto può aumentare il rischio di impact shortfall o di impatti indesiderati, trasferendo tensioni a valle anziché intercettarle a monte.

Da una prospettiva di policy, emerge quindi l'importanza di promuovere standard che siano dichiaratamente flessibili e orientati ai processi, più che a risultati predefiniti. Standard che chiariscano come le informazioni di impatto debbano essere utilizzate nelle decisioni, piuttosto che limitarsi a indicare cosa debba essere misurato, risultano più coerenti con un approccio di gestione del rischio integrato.

Infine, un ruolo chiave è svolto dagli intermediari informativi, come advisor, provider di dati, società di valutazione e piattaforme di analisi. Questi attori operano come traduttori tra mondi diversi, trasformando informazioni complesse in segnali utilizzabili da investitori, gestori e istituzioni. L'analisi suggerisce che la loro influenza sul sistema di rischio dipende dalla capacità di andare oltre una funzione meramente tecnica, assumendo un ruolo interpretativo responsabile. Quando gli intermediari si limitano a fornire output standardizzati, contribuiscono poco alla gestione del rischio; quando invece esplicitano

ipotesi, limiti e implicazioni decisionali delle informazioni prodotte, rafforzano la capacità del sistema di apprendere e adattarsi.

Nel complesso, le implicazioni di policy per le piattaforme di mercato e le infrastrutture informative indicano che la qualità del social/impact venture capital non dipende solo dalla disponibilità di dati o standard, ma dal modo in cui questi strumenti sono progettati e utilizzati. I risultati della ricerca mostrano che database, rating, benchmark e intermediari informativi possono contribuire a ridurre il rischio sistemico solo se integrati in un'architettura decisionale coerente, capace di collegare informazioni, governance e azioni lungo l'intero processo di investimento.

Capitolo 8 — Dal modello ISM-MICMAC alla riprogettazione organizzativa e gestionale: il caso alimpact

Questo capitolo utilizza il caso alimpact come contesto applicativo per mostrare come il framework sviluppato nei capitoli precedenti possa essere impiegato non solo come strumento di analisi, ma come supporto concreto alla riprogettazione delle decisioni e dei meccanismi gestionali nel social/impact venture capital. L'obiettivo non è descrivere il funzionamento del fondo in quanto tale, né valutare ex post l'efficacia delle scelte compiute, ma utilizzare il modello per interrogare in modo strutturato il modo in cui le decisioni vengono prese, coordinate e tradotte in azione lungo il processo di investimento. Il punto di partenza è che il framework ISM-MICMAC, così come ricostruito nella Parte I e discusso nella Parte II, acquista pieno significato quando viene utilizzato come lente organizzativa. Esso consente di mettere in relazione l'architettura del rischio con l'architettura decisionale di un fondo, rendendo visibili non solo i rischi rilevanti, ma anche dove e come tali rischi vengono effettivamente presidiati nel processo di investimento, e dove invece restano impliciti, frammentati o affidati a valutazioni informali.

In questa prospettiva, il caso alimpact viene letto secondo una logica esplicitamente orientata al miglioramento manageriale. Il capitolo distingue tra un assetto decisionale "as is", che descrive come il processo di investimento e i suoi presidi funzionano oggi, e una configurazione "to be", che emerge dall'applicazione del framework come strumento di redesign. L'analisi non si concentra sulle performance finali del fondo, ma sui meccanismi che precedono tali esiti: ruoli decisionali, passaggi di fase, criteri di valutazione e utilizzo degli artefatti gestionali.

Il capitolo è guidato da una serie di domande operative che traducono i risultati del modello in problemi gestionali concreti. In primo luogo, quali rischi identificati come driver strutturali e meccanismi di collegamento sono effettivamente presi in carico nelle decisioni di origination e due diligence, e quali tendono invece a emergere solo in fasi successive. In secondo luogo, come le informazioni prodotte in una fase del processo vengono trasferite, rielaborate o perse nelle fasi successive, e quali effetti ciò ha sulla capacità del fondo di intercettare segnali di deterioramento prima che producano esiti a valle. Infine, quale ruolo svolgono gli artefatti gestionali esistenti, come checklist, scorecard, covenant e dashboard, nel sostenere decisioni coerenti con l'architettura del rischio, e in che misura essi funzionino come veri dispositivi decisionali piuttosto che come strumenti di rendicontazione.

Il caso alimpact si presta particolarmente a questo tipo di analisi perché opera in un segmento del social/impact venture capital caratterizzato da un'elevata integrazione tra obiettivi finanziari e di impatto, da decisioni irreversibili prese in condizioni di incertezza e da assetti di governance articolati. Questo rende possibile osservare in modo concreto come le scelte effettuate nelle fasi iniziali del processo di investimento si propaghino nel tempo, influenzando la gestione operativa, le dinamiche di governance e gli esiti finali.

In questo senso, il capitolo non utilizza il caso per validare il modello, ma per mostrarne la capacità di generare apprendimento organizzativo. Il valore dell'analisi risiede nella possibilità di rendere espliciti meccanismi decisionali spesso impliciti e di utilizzare tale consapevolezza per riprogettare il funzionamento del fondo in modo più coerente con la struttura sistemica del rischio.

8.1 Il caso alimpact: origine, struttura e caratteristiche essenziali del veicolo

alimpact è un veicolo di impact investing promosso nel 2018 con l'obiettivo di sostenere lo sviluppo e la crescita di startup e PMI innovative capaci di generare un impatto sociale, ambientale e culturale positivo sulla collettività. Il fondo nasce dall'iniziativa di Avanzi S.p.A. Società Benefit, realtà di riferimento in Italia nella ricerca, consulenza e policy advice sui temi della sostenibilità e dell'innovazione sociale, alla quale si è affiancata nel 2020 Etica SGR, apportando competenze specifiche in qualità di soggetto vigilato specializzato nella gestione di prodotti finanziari socialmente responsabili.

Dal punto di vista giuridico, alimpact è costituito come SICAF EuVECA a capitale fisso ed è qualificato come Fondo di Investimento Alternativo riservato a investitori istituzionali. In quanto tale, il veicolo è autorizzato e vigilato da Banca d'Italia ed è soggetto alla supervisione congiunta di Banca d'Italia e Consob. Il fondo opera prevalentemente in Italia ed effettua investimenti di medio-lungo periodo attraverso strumenti di equity e strumenti ibridi di debito-equity.

L'Advisor della SICAF è alcube, incubatore certificato ai sensi della L. 221/2012 e realtà leader in Italia nell'accompagnamento allo sviluppo di startup e imprese ad alto valore sociale, ambientale e culturale. alcube, controllata integralmente da Avanzi S.p.A. Società Benefit, supporta alimpact nelle attività di analisi, selezione e due diligence delle opportunità di investimento, nonché nella preparazione delle imprese target attraverso programmi di investment readiness.

Il portafoglio di alimpact è focalizzato su ambiti di impatto considerati strategici per la creazione di valore collettivo, tra cui ambiente ed economia circolare, salute e cura, inclusione e inserimento lavorativo, agrifood, turismo responsabile, educazione e apprendimento continuo, rigenerazione urbana e social housing. In tutti questi ambiti, il fondo persegue un approccio di impatto intenzionale, orientato non solo alla produzione di output, ma soprattutto alla generazione di outcome rilevanti per beneficiari, comunità e sistemi territoriali.

Dal punto di vista dimensionale, alimpact gestisce un capitale complessivo pari a circa 19,6 milioni di euro, con un investimento medio per operazione di circa 500 mila euro. Dal punto di vista operativo, alimpact ha analizzato un numero elevato di opportunità di investimento, a fronte delle quali ha costruito un portafoglio relativamente concentrato. Nel corso della sua attività, il fondo ha analizzato oltre 570 dossier di investimento, costruendo un portafoglio composto da 17 società partecipate, tutte caratterizzate da elevata intenzionalità sociale e/o ambientale. Nel tempo sono stati realizzati interventi di follow-on

per circa 4,7 milioni di euro, nonché alcune operazioni di exit e write-off, coerenti con la natura early-stage e growth delle imprese finanziate.

alimpact si qualifica come prodotto finanziario ai sensi dell'Articolo 9 del Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR), impegnandosi a effettuare esclusivamente investimenti sostenibili. Lo Statuto della SICAF prevede che almeno il 70% degli investimenti sia rivolto a PMI sociali; nella pratica, il 100% degli investimenti effettuati rientra nella definizione di investimento sostenibile ai sensi della normativa europea. Tale qualificazione comporta l'adozione di criteri di esclusione settoriale, il rispetto del principio di "do no significant harm" e l'integrazione sistematica dei fattori ESG nei processi decisionali e di gestione.

La missione del fondo è esplicitamente orientata a utilizzare la finanza come strumento a servizio dello sviluppo di imprese capaci di generare valore economico, sociale e ambientale in modo integrato. Questo orientamento si riflette sia nelle politiche di investimento sia nella struttura degli incentivi, poiché il raggiungimento degli obiettivi di impatto a livello di portafoglio è collegato anche ai meccanismi di remunerazione variabile del team di gestione.

8.2 Il punto di partenza: l'assetto decisionale "as is" di alimpact

L'assetto decisionale di alimpact si caratterizza per un'elevata strutturazione dei processi e per l'integrazione esplicita delle dimensioni finanziarie, di impatto ed ESG lungo l'intero ciclo di investimento. Il processo non è concepito come una sequenza puramente operativa di attività, ma come una serie di passaggi scanditi da decisioni formali, supportate da strumenti di valutazione dedicati e da un'articolazione chiara dei ruoli di governance.

L'individuazione delle opportunità di investimento avviene nella fase di origination attraverso un'attività continua di scouting e gestione delle relazioni con l'ecosistema, condotta dall'Area Investimenti. In questa fase opera un primo filtro, non formalizzato ma sostanziale, che orienta l'attenzione esclusivamente verso iniziative coerenti con lo Statuto della SICAF e con le politiche di investimento definite dal Consiglio di Amministrazione. Tali filtri riguardano sia la natura dell'impatto perseguito sia l'assenza di incompatibilità rispetto ai criteri di esclusione settoriale e ai principi di sostenibilità adottati dal fondo.

Le opportunità individuate vengono sottoposte a un pre-screening da parte del Comitato Investimenti, che valuta la coerenza preliminare delle proposte e decide se inserirle nella pipeline di investimento. L'ingresso in pipeline non rappresenta ancora una decisione di investimento, ma segna il passaggio a una fase di analisi più strutturata. In questa fase, i giudizi espressi sono prevalentemente qualitativi e riflettono l'esperienza degli analisti e dei membri del Comitato Investimenti, senza il ricorso a soglie formali predefinite.

La fase di selezione e valutazione ex-ante è supportata da due strumenti centrali: la Checklist ESG e il sistema di Rating Integrato. La Checklist ESG consente di verificare la presenza, presso la società target, di presidi minimi per la gestione dei rischi ESG, includendo politiche, processi organizzativi, sistemi di monitoraggio e l'assenza di controversie rilevanti. Questo strumento ha una funzione di qualificazione della società target rispetto ai requisiti di sostenibilità, pur tenendo conto della natura spesso early-stage delle imprese analizzate.

Il Rating Integrato svolge una funzione complementare e più ampia, valutando il potenziale di generazione di valore economico, sociale e ambientale della società target. Il modello si articola in quattro ambiti, società, modello, investitore e mercato/beneficiari, e combina indicatori di natura oggettiva e soggettiva, includendo elementi quali il team, l'intenzionalità di impatto, la scalabilità del modello e il bisogno sociale o ambientale indirizzato. Il risultato del rating consente di ordinare le opportunità di investimento, senza tuttavia introdurre soglie rigide di ammissibilità.

Gli esiti di queste valutazioni confluiscono nella Scheda di verifica preliminare delle ipotesi di investimento, che viene trasmessa al Consiglio di Amministrazione con la proposta di avvio della due diligence. In questa fase emerge un primo momento di decisione formale: i consiglieri possono esprimere parere favorevole o contrario alla prosecuzione dell'istruttoria e, in caso di parere negativo anche di un solo consigliere, la decisione viene rimessa all'ordine del giorno del Consiglio di Amministrazione successivo.

La due diligence rappresenta una fase centrale del processo decisionale "as is" di alimpact. L'Area Investimenti predispone un Investment Memorandum completo, che integra analisi finanziarie, industriali, legali e fiscali con un'esposizione strutturata dei profili ESG e di impatto. In questa fase vengono definiti in modo puntuale gli obiettivi di impatto e i relativi KPI, che entreranno a far parte dell'Accordo di Investimento. La definizione dei KPI è specifica per ciascuna partecipata e tiene conto delle peculiarità del modello di business e dei beneficiari individuati.

L'Investment Memorandum viene trasmesso alla Funzione Risk Management, che fornisce un parere sui rischi complessivi dell'operazione, inclusi i rischi di sostenibilità, secondo quanto previsto dalla Policy di Gestione del Rischio. Parallelamente, il modello di impatto e i KPI proposti sono sottoposti al parere non vincolante dell'Advisory Board, che svolge un ruolo di supporto e riflessione sulla coerenza degli obiettivi di impatto e sulla loro misurabilità nel tempo.

La decisione finale di investimento è assunta dal Consiglio di Amministrazione, che valuta congiuntamente l'Investment Memorandum, il parere della Funzione Risk Management e le osservazioni dell'Advisory Board. In sede di deliberazione, il CdA può introdurre condizioni sospensive o richiedere attività propedeutiche al perfezionamento dell'investimento, in particolare quando ritiene necessario rafforzare i presidi ESG o gli impegni di impatto della società target. Il CdA conferisce quindi mandato all'Amministratore Delegato per la conclusione dell'Accordo di Investimento, che può includere clausole contrattuali specifiche legate al raggiungimento degli obiettivi di impatto e alla gestione dei rischi ESG.

La fase di monitoring è caratterizzata da un presidio continuo delle società partecipate, attuato attraverso la presenza diretta negli organi societari o, in alternativa, tramite il coinvolgimento attivo nelle assemblee. Le società in portafoglio sono tenute a trasmettere periodicamente dati e informazioni relativi ai KPI di impatto e agli indicatori PAI, utilizzando template standardizzati. Su base semestrale, l'Amministratore Delegato verifica i dati relativi agli indicatori di impatto e può proporre azioni correttive, mentre l'Area Investimenti e la Funzione Risk Management effettuano rispettivamente un assessment di primo e di secondo livello sui rischi ESG.

I risultati del monitoraggio alimentano sia la gestione operativa delle partecipate sia la rendicontazione verso gli organi di governance della SICAF. In presenza di scostamenti rilevanti rispetto ai target di impatto o di criticità ESG, il fondo attiva gli strumenti di governance a sua disposizione, che possono includere interventi correttivi, rafforzamento dei presidi organizzativi o, nei casi più rilevanti, la revisione delle scelte strategiche.

Infine, la fase di exit prevede una valutazione ex post del raggiungimento degli obiettivi di impatto e della performance complessiva dell'investimento. In questa fase, l'Advisory Board è chiamato a verificare e approvare le misurazioni dei KPI di impatto per ciascuna partecipata, assicurando coerenza tra i risultati dichiarati e gli impegni assunti ex ante. Le informazioni raccolte in exit contribuiscono anche alla valutazione del Multiplo di Impatto di Portafoglio, che rappresenta l'indicatore sintetico dell'obiettivo di investimento sostenibile della SICAF e costituisce uno degli elementi di riferimento per i meccanismi di incentivazione del team di gestione.

Alla luce di questo profilo, le fasi oggi più critiche sono origination e due diligence per una ragione semplice: è lì che si decide cosa entra nel perimetro e con quali condizioni, e quindi si decide anche quanto sarà "governabile" la traiettoria successiva. Se in origination si accettano casi con intenzionalità e impatto difficili da rendere misurabili, oppure con presidi di governance e capacità manageriale fragili, allora il monitoring diventa inevitabilmente un inseguimento di scostamenti, e l'exit viene condizionata da rischi che erano già latenti all'ingresso. Allo stesso modo, se in due diligence non si trasformano le valutazioni qualitative in vincoli operativi (KPI credibili, meccanismi di raccolta dati, diritti e impegni contrattuali, condizioni di escalation), il sistema rischia di restare "ben disegnato" ma poco efficace quando emergono i primi segnali di tensione. In questo senso, il capitolo assume l'assetto attuale come punto di partenza non per giudicarlo, ma per usarlo come base "as is" da confrontare, più avanti, con un assetto "to be" coerente con l'architettura del rischio emersa dal modello.

La Figura 9 rappresenta l'assetto decisionale "as is" di alimpact, mettendo in relazione il processo di investimento, le principali soglie decisionali (gate), gli organi coinvolti e i flussi informativi attualmente in uso.

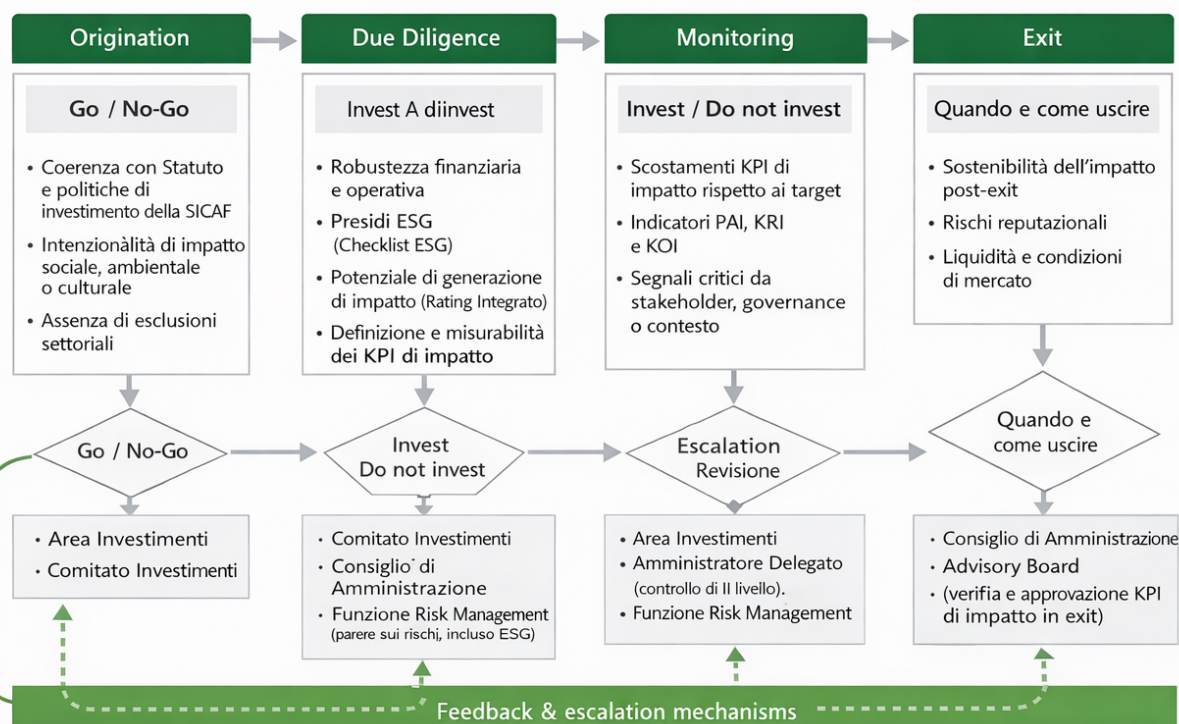


Figura 9: "Investment process map" di alimpect (assetto "as is")

Al centro di ciascuna fase è collocata una gate decisionale, rappresentata graficamente da un rombo. Le gate identificano i momenti in cui il processo può proseguire, essere modificato o interrompersi. In origination la decisione riguarda l'opportunità di avviare un'analisi strutturata (Go/No-Go); in due diligence si decide se procedere o meno con l'investimento (Invest/Non invest); nel monitoring la scelta riguarda la continuità dell'intervento rispetto al piano originario o l'attivazione di una revisione o escalation; nella fase di exit la decisione concerne il timing e le modalità di disinvestimento. La figura rende quindi evidente che l'avanzamento del processo non è automatico, ma subordinato a passaggi deliberativi formali.

Sotto ciascuna gate sono riportati i criteri di valutazione che alimentano la decisione in quella fase. Tali criteri non hanno la funzione di elencare tutte le informazioni disponibili, ma di sintetizzare le dimensioni che, nell'assetto attuale di alimpect, risultano effettivamente rilevanti ai fini decisionali. In origination l'attenzione è concentrata sulla coerenza tra obiettivi finanziari e di impatto, sulla coerenza strategica con le politiche del fondo e sul rispetto dei criteri di esclusione. In due diligence i criteri si spostano sulla robustezza operativa del modello, sulla misurabilità dell'impatto e sulla presenza di rischi di impatti negativi. Nel monitoring diventano centrali gli scostamenti rispetto ai KPI e i segnali provenienti dagli stakeholder, mentre in exit la valutazione riguarda la sostenibilità degli effetti nel post-investimento, i profili reputazionali e le condizioni di liquidità.

Le frecce orizzontali indicano il flusso principale del processo: una decisione positiva in una fase abilita il passaggio alla fase successiva. Accanto a questo flusso lineare, la figura include frecce di ritorno e una banda di "feedback ed escalation", che segnalano la possibilità di rimettere in discussione decisioni già assunte sulla base di informazioni emerse successivamente.

Nella fase di origination, la decisione Go/No-Go è supportata da criteri di coerenza con lo Statuto e le politiche di investimento della SICAF, dall'intenzionalità di impatto perseguita e dall'assenza di esclusioni settoriali. In questa fase il presidio principale è esercitato dall'Area Investimenti e dal Comitato Investimenti, che operano un primo filtraggio sostanziale delle opportunità.

La due diligence rappresenta il primo snodo decisionale pienamente formalizzato. La gate Invest/Do not invest è basata su una valutazione integrata che combina robustezza finanziaria e operativa, presidi ESG (verificati tramite Checklist ESG), potenziale di generazione di impatto (Rating Integrato) e definizione di KPI di impatto misurabili. La decisione coinvolge il Comitato Investimenti e il Consiglio di Amministrazione, con il contributo della Funzione Risk Management, chiamata a esprimere un parere sui rischi complessivi dell'operazione, inclusi quelli di sostenibilità.

La fase di monitoring è presidiata attraverso una gate di Escalation/Revisione, che segnala il passaggio da una logica di selezione a una logica di gestione attiva degli scostamenti. I criteri di attenzione includono deviazioni rilevanti dei KPI di impatto rispetto ai target, segnali provenienti dagli indicatori PAI, KRI e KOI e informazioni qualitative derivanti dal rapporto con stakeholder, governance e contesto. In questa fase assumono un ruolo centrale l'Area Investimenti, l'Amministratore Delegato e la Funzione Risk Management, che operano rispettivamente controlli di primo e secondo livello.

Infine, la fase di exit è associata alla decisione relativa a quando e come uscire dall'investimento. I criteri di valutazione includono la sostenibilità dell'impatto post-exit, i rischi reputazionali e le condizioni di liquidità e di mercato. In questa fase, oltre al Consiglio di Amministrazione, assume rilievo l'Advisory Board, chiamato a verificare e approvare le misurazioni dei KPI di impatto in sede di disinvestimento.

Un elemento qualificante della figura è la presenza del canale di feedback ed escalation, rappresentato nella parte inferiore. Questo elemento chiarisce che il processo non è concepito come irreversibile: informazioni emerse nelle fasi di monitoring o di exit possono riattivare decisioni precedenti, portando alla revisione di ipotesi formulate in due diligence, alla modifica di KPI, covenant o strategie di gestione. In questo senso, l'escalation indica l'attivazione formale degli organi di governance a fronte di segnali critici, con l'obiettivo di intercettare i rischi prima che producano esiti a valle non più governabili.

La Figura 9 rende inoltre esplicita la distribuzione delle responsabilità decisionali tra i diversi organi di governance che intervengono nel processo di investimento di alimpect. Il Consiglio di Amministrazione / Investment Committee emerge come l'organo centrale del sistema decisionale, presente in tutti i passaggi chiave del ciclo di investimento. È il CdA che approva formalmente l'avvio della due diligence, delibera l'investimento sulla base dell'Investment Memorandum e dei pareri ricevuti, e mantiene una responsabilità complessiva sulle scelte strategiche che incidono sulla traiettoria finanziaria e di impatto del fondo.

L'Impact Committee e le funzioni dedicate all'impatto e ai rischi ESG intervengono in modo strutturato soprattutto a partire dalla fase di due diligence e lungo il monitoring. In queste fasi, il loro ruolo non è quello di assumere decisioni finali, ma di presidiare la qualità delle informazioni relative a impatto, sostenibilità e rischi ESG, contribuendo a trasformare

obiettivi intenzionali in KPI misurabili e a interpretare gli scostamenti che emergono nel tempo. La figura mostra come tali contributi informativi alimentino le decisioni del CdA, pur senza configurarsi come livelli decisionali autonomi.

L'Advisory Board svolge infine una funzione di supporto e riflessione, che diventa particolarmente rilevante in prossimità dell'exit. In questa fase, il suo contributo riguarda la coerenza tra risultati di impatto dichiarati e impegni assunti ex ante, nonché le implicazioni reputazionali e di posizionamento strategico delle decisioni di disinvestimento. La figura evidenzia come il ruolo dell'Advisory Board sia complementare a quello del CdA, orientato più alla qualità e alla credibilità delle scelte che alla loro formalizzazione.

Nel complesso, la mappa mostra un assetto in cui le decisioni formali sono concentrate, mentre le funzioni di analisi, valutazione e monitoraggio sono distribuite.

Nel complesso, l'assetto decisionale "as is" di alimpact si presenta come un sistema articolato, in cui strumenti di valutazione, ruoli di governance e flussi informativi sono già ampiamente integrati lungo il ciclo di investimento. Questo assetto costituisce la base di partenza per l'analisi che segue, orientata non a descrivere singole procedure, ma a interrogare il modo in cui tali decisioni si collegano tra loro e come possano essere ulteriormente rafforzate alla luce dell'architettura del rischio ricostruita nei capitoli precedenti.

La Figura 10 colloca i tredici rischi emersi dall'analisi ISM-MICMAC all'interno del processo di investimento di alimpact nella sua configurazione attuale ("as is").

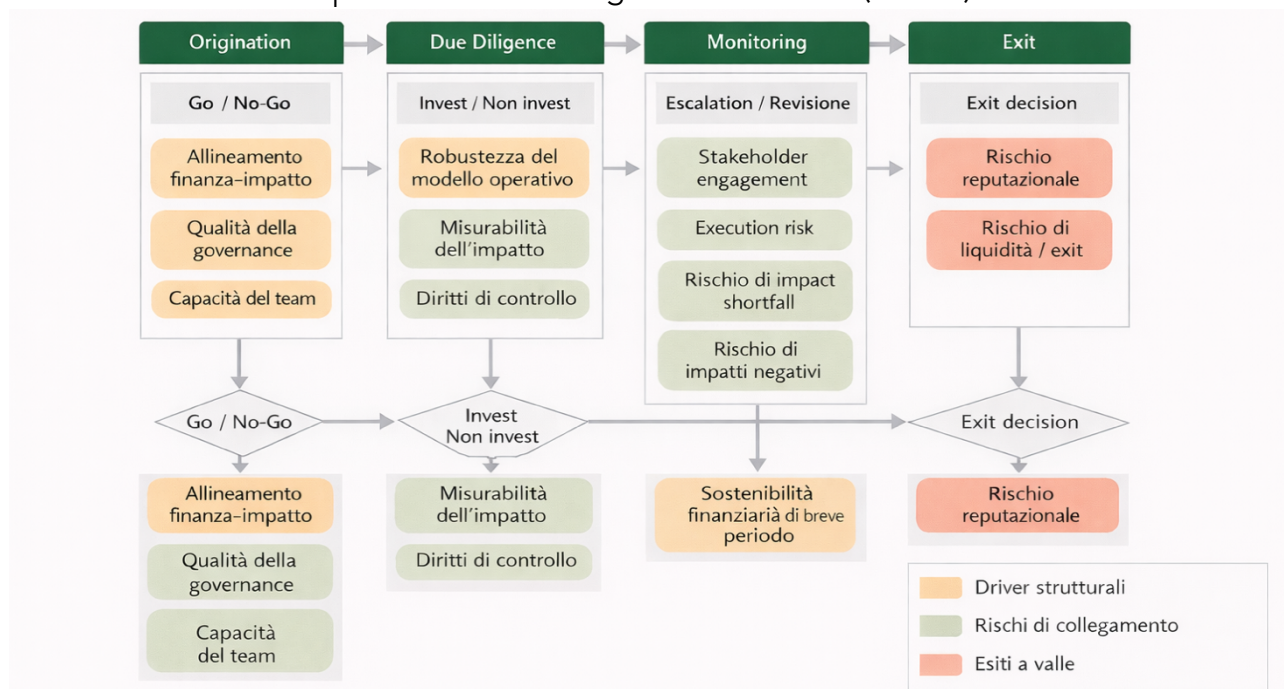


Figura 10: Collocazione dei rischi emersi dall'analisi ISM-MICMAC all'interno del processo di investimento di alimpact nella sua configurazione attuale ("as is").

La rappresentazione evidenzia come i rischi non siano distribuiti uniformemente lungo il ciclo, ma si concentrino in modo distinto nelle fasi di origination (driver strutturali), di due diligence e monitoring (rischi di collegamento) e, infine, nella fase di exit (esiti a valle). La figura non rappresenta relazioni causali, ma la presa in carico decisionale dei rischi nelle diverse fasi del processo.

La Figura 11 rappresenta le traiettorie di propagazione dei rischi emersi dall'analisi ISM-MICMAC all'interno del processo di investimento di alimpact nella sua configurazione attuale ("as is").

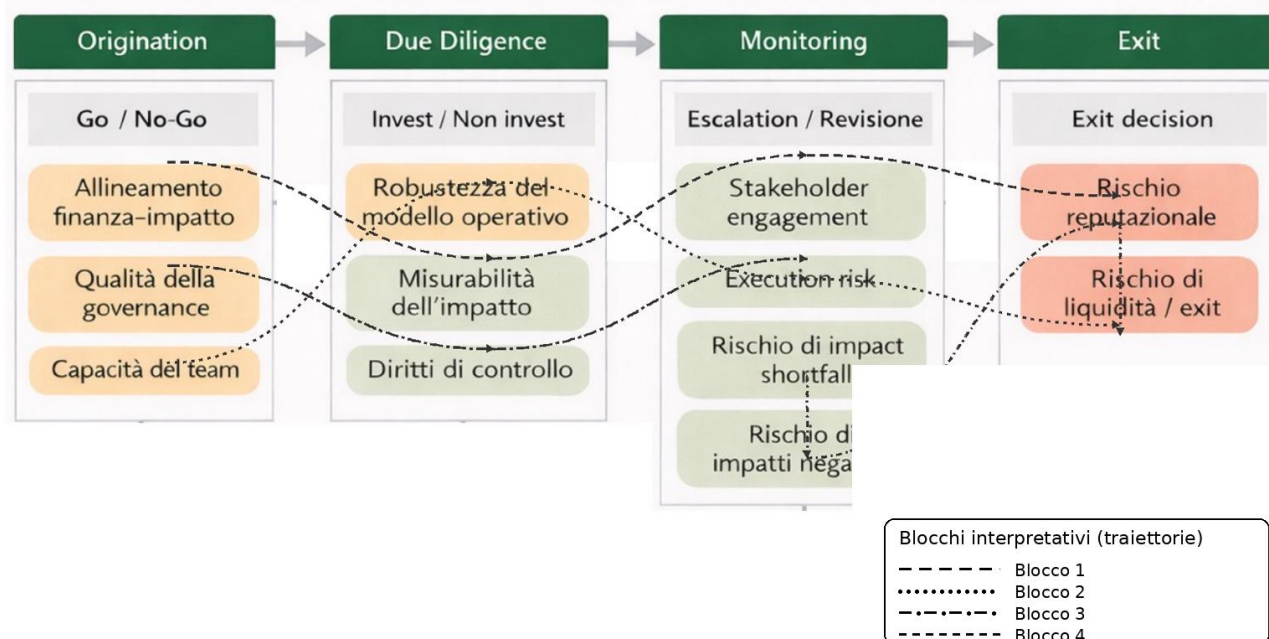


Figura 11: Traiettorie di propagazione (blocchi) dei rischi emersi dall'analisi ISM-MICMAC all'interno del processo di investimento di alimpact nella sua configurazione attuale ("as is").

La figura rende visibile, in particolare, che i driver strutturali presi in carico in origination (ad esempio allineamento finanza-impatto, qualità della governance e capacità del team) non si esauriscono nella decisione iniziale, ma attraversano la due diligence sotto forma di requisiti di robustezza del modello, misurabilità dell'impatto e diritti di controllo, per poi manifestarsi nel monitoring come rischi operativi, di stakeholder engagement o di shortfall di impatto. In assenza di interventi correttivi tempestivi, tali dinamiche tendono a concentrarsi nella fase di exit, assumendo la forma di rischi reputazionali o di liquidità.

8.3 Cosa il framework ISM-MICMAC rende visibile nell'assetto "as is": disallineamenti tra architettura del rischio e architettura decisionale

Letto con la lente ISM-MICMAC, il processo "as is" di alimpact appare ben strutturato come sequenza di fasi e gate decisionali, ma meno "chiuso" rispetto a come il rischio, in realtà, si organizza e si propaga. In altri termini: la mappa decisionale esiste, però non sempre intercetta in tempo i punti in cui il rischio nasce e cambia forma.

Il primo disallineamento riguarda i driver strutturali in origination. Nella pratica sono presenti filtri e valutazioni, ma non sempre questi driver diventano condizioni operative vincolanti per procedere. Alcune fragilità iniziali (ad esempio coerenza finanza-impatto, qualità della governance, capacità del team) entrano comunque in pipeline perché sono ancora gestite come "valutazioni" più che come requisiti che, se non soddisfatti, bloccano

o impongono condizioni precise. Il risultato è che il fondo si porta a valle rischi che, in realtà, sono già “impostati” a monte.

Il secondo disallineamento riguarda i rischi di collegamento tra due diligence e monitoring. Qui il fondo dispone di strumenti (KPI, PAI, raccolta dati, dashboard), ma la catena decisionale non sempre prevede un passaggio automatico da “segnale” a escalation. In pratica, alcuni segnali restano informazione di monitoraggio e non si trasformano subito in una scelta formale: revisione dei target, richiesta di azioni correttive, rafforzamento dei presidi, o attivazione di leve di governance previste dall'accordo.

Di conseguenza, il terzo disallineamento è che gli esiti a valle tendono a concentrarsi nelle fasi finali. Non perché nascano in exit, ma perché arrivano lì “maturi”: problemi di reputazione, difficoltà di liquidità o vincoli sull'uscita diventano visibili quando il margine di manovra è ridotto e i costi di correzione sono alti. In questa lettura, l'exit è spesso il punto in cui il sistema “paga” decisioni e mancate correzioni accumulate prima.

In sintesi, il framework ISM–MICMAC rende chiaro che l'assetto “as is” funziona come processo, ma ha due punti deboli: trasformare i driver in condizioni non negoziabili all'ingresso e trasformare i rischi di collegamento in regole di escalation durante l'esecuzione. Questa è la base logica per costruire, più avanti, un assetto “to be” più coerente con l'architettura del rischio emersa dal modello.

8.4 Due decisioni difficili ricorrenti (casi-tipo) nell'assetto “as is”

8.4.1 Caso-tipo 1 (Origination): investire con allineamento finanza–impatto imperfetto

Nell'assetto decisionale attuale, una delle decisioni più ricorrenti e delicate in fase di origination riguarda i casi in cui l'opportunità di investimento presenta una tesi industriale solida e promettente, ma un allineamento tra obiettivi finanziari e di impatto che non risulta ancora pienamente chiuso. Si tratta tipicamente di iniziative in cui l'intenzionalità di impatto è dichiarata e coerente con il perimetro del fondo, ma non è ancora accompagnata da una chiara traduzione operativa in termini di outcome, target misurabili o gestione esplicita dei potenziali trade-off.

In questi casi, la decisione di procedere viene spesso assunta sulla base della qualità complessiva del progetto e del suo potenziale di crescita, accettando implicitamente che alcune dimensioni dell'impatto restino da definire o consolidare nelle fasi successive. L'origination, di fatto, assume una funzione di apertura del perimetro più che di chiusura delle condizioni, rinviando la piena strutturazione dell'allineamento a momenti successivi del processo.

Dal punto di vista dell'architettura del rischio, questa scelta produce un effetto specifico: un driver strutturale, l'allineamento finanza–impatto, entra nel processo in una forma incompleta, trasferendo la sua risoluzione alle fasi di due diligence e monitoring. Il rischio non è immediatamente osservabile come criticità operativa, ma si manifesta come una fragilità latente che può riemergere sotto forma di difficoltà di misurazione, negoziazione dei KPI o gestione delle aspettative degli stakeholder.

Nell'assetto "as is", questa modalità decisionale non rappresenta un'anomalia, ma una tensione strutturale del processo di origination, in cui la selezione privilegia la qualità dell'opportunità complessiva anche a costo di posticipare la chiusura di alcuni elementi chiave dell'architettura del rischio.

8.4.2 Caso-tipo 2 (Due diligence): tesi solida, ma capacità organizzativa e modello operativo fragili

Un secondo caso ricorrente emerge nella fase di due diligence, quando l'analisi conferma la validità della tesi di investimento e della missione di impatto, ma mette in luce fragilità significative sul piano organizzativo e operativo. Le criticità riguardano spesso la composizione del team, la chiarezza dei ruoli, la formalizzazione dei processi interni e la capacità di gestire in modo sistematico sia la performance economica sia quella di impatto. In queste situazioni, la due diligence evidenzia rischi che non compromettono necessariamente la decisione di investire, ma che incidono sulla governabilità dell'investimento nel tempo. Le fragilità individuate vengono analizzate e documentate, ma la decisione finale tende a valorizzare la qualità della visione strategica e il potenziale di crescita, assumendo che le carenze operative possano essere affrontate progressivamente durante il periodo di investimento.

Dal punto di vista del modello ISM-MICMAC, questa decisione colloca il rischio in una posizione critica: non più come driver strutturale, ma come rischio di collegamento che attraversa più fasi del processo. La capacità organizzativa insufficiente non produce effetti immediati, ma aumenta la probabilità che, nel tempo, emergano scostamenti nei KPI, difficoltà di engagement con gli stakeholder e ritardi nella raccolta e nella qualità dei dati. Nell'assetto "as is", la due diligence diventa quindi il punto in cui si decide se tali rischi restano gestibili o se vengono implicitamente assorbiti dal monitoring. Quando la fragilità operativa entra senza essere pienamente "chiusa" in questa fase, il rischio tende a riemergere in modo ricorrente, trasformando il monitoring in una gestione continua di eccezioni piuttosto che in un presidio ordinario del processo.

8.5 Ridisegno del processo di investimento "to be" di alimpact

Il ridisegno "to be" del processo di investimento di alimpact parte da un assunto operativo semplice: non si cambia la sequenza delle fasi (origination → due diligence → monitoring → exit), ma si cambia che cosa significa "passare di fase". Nel modello "as is" il processo è già ben strumentato (checklist ESG, rating integrato, KPI/PAI, risk scoring, pareri FRM e Advisory Board), ma il rischio principale è che questi strumenti funzionino come documentazione più che come vincoli decisionali. Il "to be" serve a trasformare strumenti e pareri in regole di go/no-go, in condizioni contrattuali e in trigger di revisione che evitino di spostare i problemi a valle.

L'obiettivo pratico è duplice e coerente con il profilo di alimpact (SICAF EuVECA, approccio Art.9 SFDR, investimenti in startup/PMI ad alta intenzionalità e crescita). Primo: proteggere la "qualità di ingresso" del portafoglio. In un fondo con ticket medi intorno a 500k e

supporto attivo alle investee, gli errori di origination e di due diligence non si correggono “con più monitoraggio”: si pagano in costi di governance, assorbimento del team, tensioni con co-investitori e, nei casi peggiori, write-off o exit sub-ottimali. Secondo: rendere il monitoring una gestione per eccezioni, non un inseguimento continuo. Se le condizioni di partenza (governance, capacità del team, robustezza operativa, misurabilità dell’impatto) non sono rese verificabili e presidiate già prima del closing, il monitoring diventa strutturalmente reattivo.

I criteri di intervento del “to be” sono quindi tre, molto concreti.

Il primo è rafforzare i gate come soglie di rischio, non come passaggi amministrativi. “Go/No-Go” e “Invest/Non invest” diventano momenti in cui il fondo decide esplicitamente: quale rischio accetto, quale rischio devo ridurre prima del closing, quale rischio non posso accettare (per coerenza con Statuto, policy e qualifica Art.9). Questo evita che l’“allineamento finanza–impatto” resti un giudizio qualitativo: deve diventare una condizione verificabile, o un set di condizioni.

Il secondo è anticipare la gestione dei rischi di collegamento. Nel caso alimpact questi rischi passano soprattutto da: misurabilità dell’impatto, stakeholder engagement e gestione degli impatti negativi (PAI/controversie). Nel “to be” non si aspetta che questi elementi emergano in monitoring: vengono “chiusi” prima, definendo già in due diligence KPI credibili, fonti dati, responsabilità, frequenza di raccolta, e cosa succede se i dati non arrivano o non sono affidabili.

Il terzo è rendere l’escalation un meccanismo di governance standard, non un evento ad hoc. Oggi esistono già scoring, reporting semestrale, e canali di intervento tramite diritti di governance. Nel “to be” si rende esplicito il percorso: quale segnale attiva la revisione, chi decide, con che tempi, e quali leve si attivano (azioni correttive, condizioni aggiuntive, sostituzione di presidi/ruoli, fino a preparazione dell’exit). Questo è particolarmente importante perché alimpact opera su investee spesso early-stage: l’incertezza è fisiologica, ma non deve diventare ambiguità decisionale.

8.6 Meccanismi di escalation e flussi informativi nel ciclo di investimento

Nel modello “to be” di alimpact, i meccanismi di escalation sono concepiti come una componente strutturale del processo di investimento e non come una risposta eccezionale a situazioni di crisi. L’obiettivo è rendere esplicito quando e come un segnale operativo deve tradursi in una revisione decisionale, evitando che criticità prevedibili restino confinate nella dimensione del monitoraggio informativo.

L’escalation viene attivata a partire da segnali già presenti nel sistema gestionale del fondo, ma che nel modello “to be” acquisiscono un significato decisionale più chiaro. Scostamenti ripetuti dagli obiettivi di impatto definiti negli accordi di investimento, peggioramenti nei profili di rischio ambientale, sociale o di governance, l’emergere di impatti negativi rilevanti o eventi critici di governance rappresentano tutti segnali che, se persistenti o combinati, richiedono una presa in carico formale. In questi casi, il tema non è più soltanto verificare le cause operative dello scostamento, ma valutare se il profilo complessivo

dell'investimento resti coerente con l'intenzionalità e con il livello di rischio accettato ex ante.

Un esempio tipico riguarda una società in portafoglio che mostra buone performance economiche ma evidenzia, per più periodi consecutivi, difficoltà nel raggiungimento degli obiettivi di impatto considerati centrali. Nel modello "to be", questa situazione non viene trattata come un semplice ritardo da giustificare nel reporting, ma attiva una revisione strutturata che coinvolge gli organi competenti e porta a una decisione esplicita sulle azioni correttive, sul rafforzamento dei presidi organizzativi o, nei casi più critici, sulla revisione della strategia di investimento.

I flussi informativi sono progettati per sostenere questo passaggio dal dato alla decisione. Le informazioni raccolte durante il monitoring non si limitano ad alimentare dashboard di sintesi, ma vengono utilizzate come input per momenti decisionali programmati, in cui le responsabilità sono chiaramente attribuite. Il team di gestione valuta i segnali a livello operativo, gli organi con competenze sull'impatto ne esaminano la coerenza rispetto agli obiettivi dichiarati e il Consiglio di Amministrazione viene coinvolto quando le criticità incidono sul profilo di rischio complessivo o richiedono una modifica delle condizioni dell'investimento.

Questo impianto consente di collegare in modo diretto la fase di monitoring alle decisioni di exit. Le informazioni accumulate nel tempo diventano il principale riferimento per valutare se e quando disinvestire, evitando che l'uscita sia determinata da eventi improvvisi o da decisioni prese in condizioni di urgenza. Nel modello "to be", un'uscita ben governata è il risultato di una sequenza di segnali già letti, discussi e formalizzati lungo il ciclo di investimento.

In questa prospettiva, l'escalation non è interpretata come un segnale di fallimento del processo, ma come uno strumento di governo del rischio. Serve a mantenere allineate intenzionalità, capacità organizzative e decisioni finanziarie, riducendo la probabilità che i rischi di collegamento emergano solo nelle fasi finali, quando i margini di intervento sono più limitati.

8.7 Ruoli di governance e artefatti decisionali nel modello "to be"

Nel modello "to be" di alimpact la riprogettazione non introduce nuovi organi, ma cambia il modo in cui gli organi esistenti chiudono le decisioni. L'idea operativa è che ogni passaggio del ciclo (origination, due diligence, monitoring, exit) produca un output decisionale riusabile nella fase successiva: ciò che oggi è spesso implicito o disperso (ipotesi, trade-off, condizioni, segnali attesi) viene reso sintetico, confrontabile e tracciabile nel tempo.

La figura seguente rappresenta il processo di investimento di alimpact nella configurazione "to be", mantenendo le quattro fasi canoniche (origination, due diligence, monitoring, exit) ma rendendo i gate più "decisionali" e meno procedurali. Il punto non è aggiungere passaggi, ma chiarire che ogni transizione di fase avviene solo se sono presenti evidenze minime e se l'esposizione residua è consapevolmente accettata.



Figura 12: Process investment map "to be"

Nel disegno "to be" il gate di origination serve a chiudere l'ipotesi di allineamento finanza-impatto prima che il deal entri in istruttoria piena: ciò che non è esplicitabile e tracciabile qui tende a riemergere dopo, come scostamento nel monitoring o come fragilità in exit. Il gate di due diligence è trattato come un vero momento di "commitment" governato: oltre alla tesi d'investimento e alla valutazione complessiva, la figura mette in evidenza che vengono chiusi (o condizionati) anche i presidi di misurazione, la qualità della governance e i vincoli contrattuali necessari a rendere governabile l'holding period. Il monitoring, infine, è rappresentato come fase reversibile: il flusso non è lineare, perché le evidenze possono attivare revisione, rafforzamento dei presidi o ripianificazione fino a preparare l'exit in modo coerente con impatto e reputazione.

L'Area Investimenti resta il perno operativo, ma nel modello riprogettato assume una responsabilità aggiuntiva: garantire continuità decisionale lungo il ciclo di investimento. In pratica, il fascicolo dell'operazione non è più un insieme di documenti separati per fase, ma una traccia unica che accompagna l'investimento nel tempo. Il punto non è produrre più documentazione, ma evitare che una scelta compiuta in origination o in due diligence venga rimessa in discussione mesi dopo perché non è chiaro quali ipotesi, vincoli o condizioni fossero stati accettati.

Uno strumento chiave per questo scopo è la scheda di tracciabilità delle decisioni. Non si tratta di un verbale, ma di una pagina a struttura fissa che viene aggiornata solo in corrispondenza delle decisioni formali del fondo (go/no-go, investimento, revisione o escalation, exit). La sua funzione è essere leggibile rapidamente dal Consiglio di Amministrazione e dalla Funzione Risk Management.

Scheda Scheda di tracciabilità delle decisioni			
Nome deal: _____	Fase: Origination / DD	Data: ___/___/___	Responsabile: _____
Tesi di investimento <ul style="list-style-type: none"> • Problema / bisogno • Soluzione • Modello economico • Tesi di impatto 	Meccanismi di collegamento <ul style="list-style-type: none"> • Misurazione (KPI + dati) • Engagement stakeholder • Robustezza operativa 		
Driver (da chiarire prima di "passare") <ul style="list-style-type: none"> • Allineamento finanza–impatto — nota sintetica: _____ • Governance e diritti di controllo — nota sintetica: _____ • Capacità del team — nota sintetica: _____ 	Vincoli contrattuali / impegni Esempio: "KPI 1–3 + frequenza report + soglia revisione + piano presidi ESG"		
	Decisione del gate + motivazione Esito: GO / NO-GO / GO con condizioni Motivo: _____		
	Firme / presa visione Area Investimenti: _____ Risk Management: _____ CdA: _____		

Figura 13: Scheda di tracciabilità delle decisioni

Esempio: applicazione della scheda di tracciabilità delle decisioni

In un'operazione approvata con condizioni, la scheda riporta in apertura la decisione assunta ("Gate investimento – esito: investimento con condizioni", delibera del Consiglio di Amministrazione). A seguire, sintetizza i trade-off accettati, chiarendo che l'allineamento finanza–impatto è elevato sul bisogno e sui beneficiari, ma ancora parziale sulla dimostrabilità nel breve periodo, con una governance ritenuta rafforzabile nel corso del primo anno.

La sezione dedicata alle condizioni vincolanti traduce tali valutazioni in impegni operativi, come la definizione dei KPI e della baseline entro novanta giorni, la nomina di un referente per i dati e il rafforzamento dei diritti informativi in caso di scostamenti rilevanti. Infine, la scheda esplicita i segnali che riaprono la decisione, qualità dei dati non stabilizzata, criticità con stakeholder chiave o discontinuità nel team, indicando che, al loro verificarsi, è prevista una revisione formale in Consiglio di Amministrazione entro un termine definito.

Questa scheda ha una funzione precisa: impedire che il monitoring si trasformi in un inseguimento continuo di problemi. Se un segnale si manifesta, non si discute se sia rilevante: si verifica se rientra tra quelli che il CdA ha già definito come tali.

Il Comitato Investimenti, nel modello "to be", mantiene il ruolo di pre-screening, ma il suo output diventa più netto. Non si limita a dire se un'opportunità entra in pipeline, ma chiarisce fin dall'inizio se l'investimento è governabile senza scaricare il rischio sulle fasi successive. Operativamente, questo significa classificare ogni opportunità come "procedibile senza condizioni", "procedibile con condizioni" o "non procedibile", rendendo esplicite le fragilità che richiedono presidi prima di avanzare.

La Funzione Risk Management rafforza il proprio ruolo fornendo al Consiglio di Amministrazione una base di lettura comparabile tra operazioni e nel tempo.

L'Advisory Board, nel modello "to be", viene coinvolto in modo mirato, soprattutto quando la decisione dipende dalla credibilità del modello di impatto e dalla qualità della

misurazione, in particolare nelle fasi avanzate della due diligence e in prossimità dell'exit. Il suo intervento non è sistematico, ma focalizzato sui passaggi che incidono maggiormente sulla legittimazione e sulla coerenza dichiarativa del fondo.

Il Consiglio di Amministrazione rimane il luogo della decisione formale finale. La differenza, nel modello riprogettato, è che il CdA delibera sempre su un pacchetto minimo e standardizzato di informazioni: scheda di tracciabilità delle decisioni aggiornata, quadro sintetico dei rischi predisposto dalla Funzione Risk Management e, quando rilevante, una nota dell'Advisory Board sugli obiettivi e sui risultati di impatto.

Il punto in cui il modello "to be" diventa maggiormente operativo è l'introduzione di regole di attivazione decisionale lungo il ciclo di investimento. alimpact dispone già di strumenti di monitoraggio e di leve di governance sulle partecipate; la riprogettazione rende esplicito quando un segnale deve trasformarsi in una decisione, entro quali tempi e con quali responsabilità. L'attivazione decisionale non coincide con un allarme, ma con il passaggio dalla gestione ordinaria a una revisione formale delle condizioni dell'investimento.

Esempio: una regola di attivazione decisionale con tempi e responsabilità.

Nel monitoring, al verificarsi di uno dei segnali definiti nella scheda di tracciabilità, ad esempio due cicli di reporting con dati incompleti, uno scostamento persistente dai target, un evento rilevante di governance o un segnale negativo da stakeholder chiave, si attivano tre passaggi automatici.

Entro dieci giorni, l'Area Investimenti redige una breve nota di caso che descrive il problema, propone un'azione correttiva e ne valuta l'impatto su obiettivi e valore.

Entro venti giorni, la Funzione Risk Management fornisce una valutazione sulla coerenza del rischio rispetto al profilo complessivo della SICAF, segnalando eventuali effetti di accumulo a livello di portafoglio.

Entro trenta giorni, il Consiglio di Amministrazione assume una decisione formale, scegliendo tra un piano correttivo con scadenze definite, una revisione dei vincoli e dei diritti contrattuali o l'avvio di una traiettoria di uscita o di contenimento dell'esposizione.

Queste regole impediscono che i segnali rimangano oggetto di discussione informale e continua. Un evento diventa un dossier breve, una valutazione strutturata del rischio e una decisione entro tempi certi. In questo modo, il monitoring si collega direttamente alle decisioni di exit e il fondo evita di rinviare interventi quando le opzioni sono ormai limitate. Nel loro insieme, scheda di tracciabilità delle decisioni e regole di attivazione decisionale sono pochi artefatti, ma cambiano il funzionamento del sistema: rendono visibile cosa il fondo accetta, cosa richiede alle partecipate e quando una scelta deve essere riaperta. Nel caso alimpact, dove l'integrazione tra finanza, impatto ed ESG è già parte del disegno organizzativo, questa riprogettazione non aggiunge complessità, ma rende il modello effettivamente utilizzabile lungo l'intero ciclo di investimento.

Organo	Fase in cui interviene	Artefatti utilizzati	Cosa decide / presidia
Area Investimenti	Origination, due diligence, monitoring	Filtri di ingresso; scheda di tracciabilità delle decisioni; dashboard di segnale	Proposta di ingresso; verifica delle ipotesi iniziali; attivazione di revisione in presenza di segnali critici

Organo	Fase in cui interviene	Artefatti utilizzati	Cosa decide / presidia
Comitato Investimenti	Origination (pre-screening)	Filtri di ingresso; nota di caso sintetica	Qualificazione dell'opportunità (procedibile / procedibile con condizioni / non procedibile)
Funzione Risk Management	Due diligence, monitoring	Quadro sintetico dei rischi; report di esposizione aggregata	Valutazione della gestibilità dei rischi e coerenza con il profilo della SICAF
Advisory Board	Due diligence avanzata, exit	Modello di impatto; scheda obiettivi e risultati	Parere sulla coerenza degli obiettivi di impatto e sulla credibilità delle misurazioni
Consiglio di Amministrazione	Tutti i gate decisionali	Scheda di tracciabilità delle decisioni; quadro sintetico dei rischi; vincoli contrattuali	Delibera di investimento, revisione, escalation o uscita

Tabella 20: Organi di governance e artefatti decisionali nel modello "to be" di alimpact

Capitolo 9 — Contributo della ricerca, limitazioni e agenda

Il presente capitolo conclude la tesi riassumendo i principali contributi teorici, metodologici e applicativi dello studio, discutendone criticamente i limiti e delineando un'agenda di ricerca futura. A differenza dei capitoli precedenti, orientati all'analisi e all'applicazione, questo capitolo assume una prospettiva riflessiva, volta a chiarire in che misura e a quali condizioni i risultati ottenuti possano essere generalizzati, replicati e ulteriormente sviluppati.

La tesi ha affrontato il tema del rischio nel social/impact venture capital adottando una prospettiva sistemica, con l'obiettivo di superare approcci frammentati che separano artificialmente rischi finanziari, di impatto ed ESG. Attraverso l'integrazione delle metodologie ISM e MICMAC, anche nella loro estensione fuzzy, lo studio ha proposto un framework capace di identificare leve causali, meccanismi di trasmissione ed esiti osservabili, offrendo una lettura strutturata delle interdipendenze che caratterizzano il processo decisionale nel social/impact venture capital.

Nel corso del lavoro, l'attenzione si è progressivamente spostata:

- dalla costruzione metodologica del modello,
- all'analisi empirica e all'interpretazione dei risultati,
- fino alla traduzione applicativa in policy, processi decisionali e strumenti operativi per fondi e progetti impact-oriented.

Il presente capitolo si inserisce come momento di sintesi e chiusura, articolato in tre parti. La Sezione 9.1 riassume i principali contributi della ricerca, distinguendo tra avanzamenti metodologici, legati all'uso dell'approccio ISM–MICMAC nel contesto del social/impact venture capital, e contributi applicativi, relativi alla progettazione di governance, policy e toolkit operativi. La Sezione 9.2 discute i limiti dello studio, con riferimento alle scelte metodologiche adottate, alla composizione del panel di esperti, alla generalizzabilità dei risultati e alle assunzioni implicite nella modellizzazione fuzzy e statica del sistema di rischio. Infine, la Sezione 9.3 propone un'agenda di ricerca futura, individuando possibili sviluppi empirici e metodologici, tra cui repliche settoriali, analisi longitudinali e integrazioni con dati quantitativi.

Nel loro insieme, le conclusioni mirano non solo a valutare ciò che è stato raggiunto, ma anche a chiarire come e dove questo lavoro possa essere esteso, offrendo una base strutturata per ricerche future sul rischio nel social/impact venture capital e, più in generale, sulla gestione integrata di finanza, impatto ed ESG.

9.1 Contributi principali della ricerca

I contributi principali di questa ricerca si articolano su tre piani strettamente connessi, teorico, metodologico e manageriale/di policy, e convergono in un risultato centrale: mostrare che, nel social/impact venture capital, il rischio non può essere compreso né

governato come insieme di categorie separate, ma deve essere interpretato come struttura decisionale interdipendente che attraversa l'intero ciclo di investimento.

Contributo teorico

Il primo contributo della ricerca è di natura teorica. La tesi sostiene che, nel social/impact venture capital, il rischio non coincide né con una semplice estensione del rischio finanziario tradizionale né con la compresenza di più categorie di rischio affiancate tra loro. Al contrario, esso assume la forma di una configurazione strutturata di interdipendenze che collega dimensioni finanziarie, di impatto, ESG, reputazionali e di governance.

Il contributo teorico principale consiste dunque nell'aver ricostruito il rischio come architettura decisionale, chiarendo che i diversi fattori non operano sullo stesso piano: alcuni agiscono come condizioni abilitanti o vincolanti a monte; altri come meccanismi di trasmissione lungo il processo di investimento; altri ancora come esiti osservabili a valle. In questa prospettiva, risultati critici quali underperformance finanziaria, difficoltà di exit, mancato raggiungimento dell'impatto o perdita di legittimazione presso gli stakeholder non emergono come eventi indipendenti o come trade-off inevitabili, ma come possibili manifestazioni di specifiche configurazioni decisionali.

La ricerca contribuisce così a rafforzare una lettura del social/impact venture capital come sistema decisionale ibrido e complesso, chiarendo il nesso strutturale tra governance, misurazione dell'impatto, gestione degli stakeholder e risultati dell'investimento nel tempo. Il suo apporto teorico distintivo sta quindi nello spostare l'attenzione dalla classificazione dei rischi alla loro organizzazione strutturale.

Contributo metodologico

Il secondo contributo è di natura metodologica. La ricerca propone e sviluppa un'applicazione strutturata del framework ISM-MICMAC, integrato nella sua estensione fuzzy, per l'analisi del rischio nel social/impact venture capital. Il valore metodologico del lavoro non risiede nell'uso isolato di strumenti già noti, ma nella costruzione di una procedura analitica coerente, esplicita e replicabile, capace di integrare revisione della letteratura, expert elicitation e modellazione strutturale delle relazioni tra rischi.

Questo impianto metodologico consente di rendere osservabili interdipendenze e ipotesi causali che, nelle pratiche di gestione del rischio, restano spesso implicite, disperse o affidate a valutazioni non sistematizzate. L'integrazione tra ISM, MICMAC e fuzzy-MICMAC permette inoltre di distinguere tra rischi ad alta capacità di influenza e rischi prevalentemente dipendenti, offrendo una rappresentazione ordinata della struttura del rischio e una base analitica più robusta per l'individuazione delle priorità decisionali.

Il contributo metodologico della ricerca consiste quindi nell'aver adattato e reso operativo, in un contesto ancora poco esplorato con strumenti di structural modelling, un approccio capace di trattare il rischio non come fenomeno statico o frammentato, ma come configurazione sistemica e relazionale. In questo senso, la tesi offre una metodologia che non si limita a descrivere il rischio, ma ne ricostruisce l'ordine interno.

Contributo manageriale e di policy

Il terzo contributo è di natura manageriale e di policy. Sul piano manageriale, la ricerca mostra che molte criticità del social/impact venture capital non dipendono dalla mancanza di strumenti, ma dall'assenza di una loro integrazione coerente all'interno del processo decisionale. Assetti di governance, criteri di selezione, clausole contrattuali, sistemi di monitoraggio e pratiche di reporting risultano spesso presenti, ma utilizzati in modo frammentato, reattivo o scollegato dalle decisioni chiave del fondo.

Il contributo della tesi consiste nell'aver mostrato come tali strumenti possano essere reinterpretati e riprogettati come leve di un disegno decisionale unitario. In particolare, la ricerca evidenzia che le decisioni assunte nelle fasi iniziali del ciclo di investimento, soprattutto in origination e due diligence, condizionano in misura decisiva la governabilità delle fasi successive, mentre l'assenza di vincoli espliciti a monte tende a trasferire il rischio sul monitoring e sull'exit. Il framework proposto fornisce così un supporto non solo interpretativo, ma anche operativo, in quanto consente di orientare il redesign organizzativo e gestionale dei processi di investimento.

Sul piano delle policy, la ricerca suggerisce che il rafforzamento della finanza a impatto non può essere affidato esclusivamente alla disponibilità di metriche, standard o obblighi di disclosure. Tali strumenti restano importanti, ma non sono sufficienti se non vengono inseriti in assetti di governance capaci di riconoscere e gestire la natura interdipendente dei rischi. Il contributo della tesi consiste quindi anche nell'evidenziare la necessità di spostare l'attenzione da una lettura del rischio prevalentemente informativa e rendicontativa a una lettura più strutturale, centrata sulla qualità dei processi decisionali e sulla loro capacità di integrare obiettivi finanziari, obiettivi di impatto ed esigenze ESG.

Nel complesso, il contributo distintivo della ricerca consiste nell'aver dimostrato che il problema centrale del social/impact venture capital non è semplicemente la presenza di rischi molteplici, ma il modo in cui tali rischi si organizzano, si trasmettono e producono effetti nel tempo. È precisamente in questa ricostruzione del rischio come struttura decisionale, e non come elenco di criticità, che risiede l'apporto originale della tesi.

9.2 Limiti della ricerca

Come ogni studio che adotta un approccio esplorativo e qualitativo, la presente ricerca è soggetta a una serie di limiti che incidono sull'interpretazione dei risultati e sulle conclusioni che possono essere tratte. Rendere espliciti tali limiti è essenziale non solo per delimitare il campo di validità del modello proposto, ma anche per evitare che le evidenze emerse vengano interpretate come prescrizioni universali o come dimostrazioni causali in senso stretto.

9.2.1 Limiti legati alla composizione del panel di esperti

Il primo insieme di limiti riguarda la composizione, la dimensione e il grado di omogeneità del panel di esperti coinvolto nel processo di elicitation. Sebbene i partecipanti siano stati selezionati sulla base di criteri di competenza ed esperienza nell'ambito del social/impact

venture capital, le relazioni tra rischi emerse riflettono inevitabilmente le percezioni, le pratiche e i contesti di riferimento degli esperti coinvolti.

In questo senso, il panel deve essere considerato informativamente rilevante, ma non statisticamente rappresentativo dell'intero universo del social/impact venture capital. L'obiettivo della ricerca non era infatti quello di ricostruire la distribuzione delle opinioni nel settore, bensì di ottenere una copertura ragionata di posizioni decisionali qualificate, utili per modellare le interdipendenze tra rischi. Tuttavia, tale scelta comporta che la struttura risultante risenta inevitabilmente del tipo di esperienza incorporata nel panel.

Ad esempio, un panel composto prevalentemente da professionisti attivi in fondi europei può attribuire maggiore importanza a rischi legati alla compliance regolatoria o alla misurazione dell'impatto, rispetto a panel operanti in mercati emergenti, dove rischi macroeconomici o istituzionali potrebbero assumere un ruolo più rilevante. Allo stesso modo, il peso attribuito a determinate criticità può variare in funzione del ruolo ricoperto dagli esperti nel ciclo di investimento, ad esempio a seconda che prevalgano profili maggiormente esposti alle fasi di selezione, strutturazione, monitoraggio o uscita dall'investimento.

Di conseguenza, la gerarchia ISM e la classificazione MICMAC ottenute non devono essere interpretate come rappresentative dell'intero universo del social/impact venture capital, ma come una configurazione plausibile, costruita a partire da un insieme specifico di esperienze qualificate. Questo limite implica che conclusioni quali l'identificazione dei core drivers, dei linkage risks o dei rischi prevalentemente dipendenti siano sensibili alla composizione del panel e possano variare in studi replicati con esperti diversi.

A ciò si aggiunge un ulteriore profilo di cautela legato ai possibili bias individuali e di gruppo. Sebbene il disegno della ricerca abbia cercato di ridurre, per quanto possibile, effetti di dominanza, conformismo, ambiguità interpretativa e sovrapposizione tra esperienza personale e valutazione del sistema nel suo complesso, tali rischi non possono essere eliminati del tutto in un processo fondato su giudizi esperti. Ne consegue che i risultati devono essere letti come esito di una ricostruzione strutturata e argomentata delle interdipendenze tra rischi, non come una mappatura definitiva e universalmente stabile del fenomeno.

9.2.2 Limiti di generalizzabilità settoriale e geografica

Un secondo limite rilevante riguarda il peso del contesto istituzionale e geografico entro cui la ricerca è stata sviluppata. Sebbene il framework proposto aspiri a offrire una logica interpretativa trasferibile, la configurazione empirica emersa è inevitabilmente influenzata dalla centralità del contesto europeo e, più in generale, italiano, nel quale operano sia una parte significativa della letteratura considerata sia il panel di esperti coinvolto.

Questo aspetto è particolarmente importante perché il social/impact venture capital non si sviluppa in uno spazio neutro, ma all'interno di assetti istituzionali, normativi e di mercato che contribuiscono a definire sia i rischi percepiti come più rilevanti, sia il modo in cui essi vengono governati. In particolare, il contesto europeo attribuisce un peso crescente alla regolazione della sostenibilità, alla trasparenza informativa, alla misurazione dell'impatto e ai presidi ESG. Di conseguenza, la struttura dei rischi ricostruita nello studio può riflettere

anche l'influenza del quadro regolatorio europeo e delle sue priorità, che tendono a rendere più salienti alcune categorie di rischio, ad esempio quelle legate alla compliance, alla disclosure, alla governance e alla rendicontazione dell'impatto.

La ricerca non ha inoltre distinto sistematicamente tra settori di attività né tra ecosistemi istituzionali differenti, sebbene tali fattori possano influenzare in modo significativo la natura dei rischi e le loro interdipendenze. Ad esempio, nei settori fortemente regolati, come la sanità, la governance e l'allineamento strategico possono emergere come rischi trainanti particolarmente rilevanti, mentre in settori più esposti alla dinamica competitiva e all'innovazione tecnologica, come l'energia o alcune attività ad alta intensità di mercato, il peso relativo dei rischi finanziari, tecnologici o di esecuzione può risultare maggiore. Analogamente, in contesti caratterizzati da istituzioni più fragili, minore stabilità normativa o minore maturità del mercato dell'impact investing, rischi macro-istituzionali, relazionali o reputazionali potrebbero assumere una configurazione diversa rispetto a quella osservabile in ecosistemi più consolidati.

Di conseguenza, le conclusioni relative alla struttura del sistema di rischio non devono essere interpretate come invarianti trasversali, ma come risultati contestualmente situati. In altri ecosistemi, infatti, potrebbero cambiare non solo l'intensità dei singoli rischi, ma anche la loro collocazione nella struttura complessiva: rischi che in questo studio emergono come fattori trainanti potrebbero assumere un ruolo meno centrale, mentre altri potrebbero acquisire maggiore capacità di influenza o di collegamento. Il limite, quindi, non riguarda soltanto la possibilità di estendere direttamente i risultati a contesti differenti, ma anche la necessità di riconoscere che la struttura del rischio è almeno in parte dipendente dal contesto istituzionale, geografico e regolatorio in cui viene osservata.

9.2.3 Limiti del caso alimpact

Un ulteriore limite riguarda il ruolo assegnato al caso alimpact nell'economia complessiva della ricerca. Il caso è stato utilizzato con finalità prevalentemente illustrative e applicative, al fine di mostrare come il framework proposto possa essere tradotto in un contesto decisionale reale e come le interdipendenze tra rischi possano essere lette e discusse alla luce di pratiche effettivamente osservabili.

In questo senso, il caso svolge una funzione importante di traduzione operativa del modello, poiché consente di collegare la struttura analitica ricavata attraverso ISM-MICMAC ai processi organizzativi, agli strumenti di governance e alle scelte gestionali di un operatore concreto del social/impact venture capital. Il suo valore risiede quindi nella capacità di mostrare la praticabilità del framework e la sua utilità come supporto interpretativo e progettuale.

Tuttavia, proprio per questa ragione, il caso non può essere interpretato come prova dell'universalità della soluzione organizzativa proposta. Le evidenze ricavate da alimpact riflettono infatti le caratteristiche specifiche del fondo, del suo assetto di governance, del suo posizionamento strategico, del contesto regolatorio in cui opera e della sua traiettoria organizzativa. Ne consegue che il caso non consente di affermare che le stesse soluzioni,

gli stessi meccanismi di gestione o le stesse priorità decisionali debbano necessariamente valere anche per altri fondi, altri veicoli o altri ecosistemi di investimento a impatto.

Il caso va pertanto inteso come un ponte applicativo tra modello e pratica, non come una validazione generale del framework né come dimostrazione della superiorità di una specifica configurazione organizzativa. La sua funzione è mostrare come il framework possa essere utilizzato per leggere e riprogettare processi decisionali concreti, non stabilire in modo definitivo quale debba essere la forma organizzativa ottimale del social/impact venture capital.

9.2.4 Limiti del tipo di validazione

Un ulteriore limite riguarda il tipo di validazione che la ricerca è in grado di offrire. Il percorso adottato consente infatti una validazione di natura principalmente analitica e interpretativa, ma non una validazione in senso statistico.

La validazione analitica deriva dalla coerenza interna del disegno di ricerca, dalla costruzione progressiva della struttura dei rischi a partire dalla letteratura, dal confronto con gli esperti, dalla modellazione delle interdipendenze mediante ISM–MICMAC e dalla successiva traduzione applicativa del framework. In questo senso, la ricerca consente di verificare la plausibilità, la coerenza e l'utilità interpretativa della struttura proposta, mostrando come essa permetta di leggere in modo ordinato le relazioni tra rischi, decisioni e risultati nel social/impact venture capital.

Tuttavia, tale validazione non coincide con una validazione statistica. La ricerca non si basa infatti su un campione rappresentativo in senso quantitativo, né su dati numerici tali da consentire la verifica econometrica o inferenziale delle relazioni individuate. Di conseguenza, i risultati non permettono di affermare in senso statisticamente dimostrato che determinati rischi causino sistematicamente determinati esiti, né che la struttura emersa si riproduca in modo uniforme nell'intero universo del social/impact venture capital.

Questo implica che il framework debba essere letto come una struttura interpretativa robusta e argomentata, utile per comprendere e organizzare la complessità del fenomeno, ma non come una prova definitiva, generalizzabile in termini statistici, della validità universale delle relazioni individuate. Il valore della ricerca risiede quindi nella sua capacità di chiarire configurazioni plausibili di interdipendenza tra rischi e di offrire una base analitica per successivi approfondimenti comparativi o quantitativi.

9.2.3 Limiti derivanti dalle assunzioni dell'approccio fuzzy

L'adozione della versione fuzzy dell'approccio MICMAC consente di gestire l'incertezza e l'ambiguità tipiche delle valutazioni esperte, ma introduce una serie di assunzioni metodologiche che influenzano i risultati. In particolare, la scelta delle scale linguistiche, dei valori di appartenenza e delle soglie di defuzzificazione incide sulla classificazione finale dei rischi nei quadranti MICMAC.

Ad esempio, variazioni nei criteri di aggregazione delle valutazioni esperte possono comportare lo spostamento di un rischio da un quadrante all'altro, modificandone il ruolo

sistemico. Sebbene la ricerca abbia condotto analisi di sensibilità per verificare la stabilità dei risultati, non è possibile escludere che configurazioni alternative producano esiti differenti.

Questo limite implica che la classificazione MICMAC debba essere interpretata come robusta entro un insieme definito di assunzioni, e non come una rappresentazione unica o definitiva del sistema di rischio.

9.2.4 Limiti legati alla natura statica del modello

Un ulteriore limite riguarda la natura statica del modello ISM–MICMAC adottato. L'analisi cattura una rappresentazione delle relazioni tra rischi in un determinato momento, ma non consente di modellare esplicitamente l'evoluzione temporale del sistema.

In contesti dinamici come social/impact venture capital, le relazioni tra rischi possono mutare nel tempo in funzione di cambiamenti normativi, di mercato o organizzativi. Ad esempio, un rischio inizialmente classificato come linkage potrebbe, nel tempo, assumere un ruolo più strutturale, oppure perdere rilevanza a seguito di interventi di governance.

Questo limite chiarisce che il modello non deve essere utilizzato per formulare previsioni dinamiche, ma come strumento di analisi strutturale utile a comprendere le interdipendenze in una fase specifica del ciclo di vita di un fondo o di un progetto.

9.2.5 Limiti relativi all'assenza di integrazione con dati quantitativi

Infine, la ricerca si basa prevalentemente su dati qualitativi derivanti dall'elicitation di esperti, senza un'integrazione sistematica con dati quantitativi osservabili. Questo limite riduce la possibilità di validare empiricamente le relazioni identificate attraverso analisi statistiche o modelli econometrici.

Ad esempio, non è possibile verificare quantitativamente se un rafforzamento della governance o della misurazione dell'impatto sia effettivamente associato, nel tempo, a migliori performance finanziarie o di impatto. Le conclusioni relative alla funzione dei rischi come driver o come esiti devono quindi essere interpretate come ipotesi plausibili, coerenti con le percezioni esperte, ma non come evidenze causali dimostrate.

Nel loro insieme, questi limiti suggeriscono che i risultati della ricerca debbano essere letti come contributi esplorativi e interpretativi, utili per strutturare il dibattito sul rischio nel social/impact venture capital, ma non sufficienti per trarre conclusioni normative generalizzabili. Esplicitare tali limiti rafforza la credibilità del lavoro e ne chiarisce il ruolo come base per ulteriori approfondimenti empirici, discussi nella sezione successiva.

9.3 Agenda di ricerca futura

I limiti discussi nella sezione precedente non rappresentano soltanto vincoli del presente studio, ma individuano in modo chiaro una serie di direzioni di ricerca future, utili per consolidare, estendere e mettere alla prova il framework proposto. In particolare, l'agenda di ricerca che emerge può essere articolata lungo tre assi principali: repliche contestuali e settoriali, analisi longitudinali e integrazione con dati quantitativi.

9.3.1 Repliche settoriali e contestuali del modello ISM–MICMAC

Una prima direzione di sviluppo riguarda la replicazione del modello in specifici settori del social/impact venture capital, al fine di verificare in che misura la struttura del sistema di rischio vari al variare del contesto operativo. Studi futuri potrebbero applicare lo stesso protocollo metodologico a settori come sanità, educazione, housing sociale o transizione energetica, confrontando le gerarchie ISM e le classificazioni MICMAC risultanti.

In questa prospettiva, sarebbe inoltre particolarmente utile sviluppare repliche comparative del framework in contesti istituzionali e organizzativi differenti. Studi futuri potrebbero, ad esempio, confrontare fondi europei e fondi operanti in mercati emergenti, veicoli di impact venture capital e veicoli di impact private equity, nonché fondi soggetti a una più forte pressione regolatoria, come quelli maggiormente esposti ai requisiti SFDR, e veicoli meno vincolati sotto questo profilo. Tali applicazioni comparative consentirebbero di verificare in che misura il framework mantenga stabilità sul piano procedurale e, al tempo stesso, produca configurazioni differenti sul piano sostanziale. In particolare, potrebbero emergere variazioni nella gerarchia dei rischi, nell'intensità dei fattori driver, nel ruolo dei meccanismi di collegamento e nel peso dei rischi dipendenti. In questo senso, la replicazione non dovrebbe essere intesa come semplice riproduzione di risultati identici, ma come possibilità di utilizzare una medesima architettura analitica per leggere e confrontare configurazioni di rischio differenti.

Ad esempio, una replica nel settore sanitario potrebbe evidenziare un ruolo ancora più centrale dei rischi di governance e di allineamento con i sistemi di rimborso pubblico, mentre nel settore delle energie rinnovabili potrebbero emergere con maggiore forza rischi tecnologici o di mercato. Analogamente, repliche in contesti geografici differenti, come mercati emergenti o paesi con istituzioni deboli, potrebbero mostrare una diversa configurazione dei rischi di stakeholder engagement o dei rischi macro-istituzionali.

Queste repliche consentirebbero di valutare se alcuni rischi mantengano un ruolo sistemico stabile o se, al contrario, la struttura del sistema sia fortemente contesto-dipendente.

9.3.2 Analisi longitudinali e dinamiche temporali del rischio

Una seconda direzione di ricerca riguarda lo sviluppo di analisi longitudinali, capaci di cogliere l'evoluzione del sistema di rischio nel tempo. Studi futuri potrebbero applicare il modello ISM–MICMAC in momenti successivi del ciclo di vita di uno stesso fondo o progetto, osservando come le relazioni tra rischi si modifichino in funzione delle decisioni assunte e dei cambiamenti di contesto.

Ad esempio, un rischio inizialmente classificato come driver, come la capacità organizzativa, potrebbe ridurre la propria centralità a seguito di interventi di capacity building, mentre rischi di collegamento potrebbero acquisire maggiore rilevanza durante fasi di scaling o di exit. Analisi di questo tipo consentirebbero di passare da una lettura statica a una comprensione dinamica del rischio, pur mantenendo la struttura concettuale del modello. Dal punto di vista applicativo, tali studi sarebbero particolarmente rilevanti per valutare l'efficacia nel tempo delle policy di mitigazione adottate dai fondi.

9.3.3 Integrazione con dati quantitativi e approcci misti

Un'ulteriore linea di sviluppo riguarda l'integrazione del framework qualitativo proposto con dati quantitativi osservabili, al fine di rafforzare la validazione empirica delle relazioni identificate. Studi futuri potrebbero combinare l'analisi ISM–MICMAC con dati longitudinali su performance finanziaria, risultati di impatto o indicatori ESG, utilizzando approcci misti. Ad esempio, le relazioni causali ipotizzate tra rischi driver e rischi dipendenti potrebbero essere testate attraverso modelli econometrici o analisi panel, verificando se specifiche configurazioni di governance o di misurazione dell'impatto siano associate, nel tempo, a migliori esiti finanziari o sociali. In questo modo, il modello ISM–MICMAC potrebbe fungere da struttura teorica di riferimento, orientando la selezione delle variabili e delle ipotesi da testare quantitativamente.

9.3.4 Estensione del framework a contesti decisionali specifici

Infine, ulteriori sviluppi potrebbero riguardare l'applicazione del framework a specifici contesti decisionali, come fondi pubblici di sviluppo, veicoli di blended finance o partenariati pubblico-privati. In questi contesti, le dinamiche di rischio e le priorità decisionali possono differire sensibilmente da quelle dei fondi di impact investing privati, rendendo necessario un adattamento del modello.

Studi futuri potrebbero esplorare come il sistema di rischio si configuri in presenza di obiettivi multipli, vincoli politici o meccanismi di accountability pubblica, contribuendo ad ampliare l'ambito di applicazione del framework.

Nel complesso, l'agenda di ricerca futura delineata suggerisce che il contributo principale della presente tesi non risiede tanto nella definizione di un modello conclusivo, quanto nella proposta di una struttura analitica replicabile, capace di essere adattata, testata e arricchita in contesti diversi. Le direzioni di sviluppo individuate offrono opportunità concrete per approfondire il ruolo del rischio come elemento strutturante dei processi decisionali nel social/impact venture capital e per rafforzare il dialogo tra ricerca accademica e pratica operativa.

Conclusioni

Questa tesi ha preso avvio dall'osservazione di criticità ricorrenti nella pratica del social/impact venture capital, emerse in contesti concreti quali fondi di investimento a impatto, veicoli di progetto e iniziative di blended finance. In molti di questi casi, difficoltà operative, tensioni tra obiettivi finanziari e sociali, o fallimenti parziali degli interventi non sono riconducibili a singoli eventi avversi, come shock di mercato o errori contingenti, ma a configurazioni decisionali fragili, costruite nelle fasi iniziali del processo di investimento. In particolare, in numerosi fondi e progetti impact-oriented, finanza, impatto ed ESG vengono ancora gestiti come dimensioni parzialmente separate: la valutazione finanziaria è concentrata nei comitati di investimento, la misurazione dell'impatto è affidata a funzioni dedicate o a consulenti esterni, mentre le questioni ESG vengono trattate prevalentemente in chiave di compliance. Questa frammentazione decisionale rende difficile individuare per tempo le cause strutturali delle criticità e favorisce una gestione reattiva del rischio, focalizzata sugli esiti a valle piuttosto che sulle scelte a monte.

Attraverso l'applicazione integrata delle metodologie ISM e MICMAC, la tesi ha cercato di rendere esplicite le relazioni causali che collegano tali scelte iniziali agli esiti osservabili nel tempo. L'analisi ha mostrato come decisioni apparentemente tecniche, ad esempio la definizione dei target di impatto in fase di origination, la struttura dei covenant finanziari, o la scelta dei sistemi di misurazione, tendano a influenzare in modo sistematico l'evoluzione del progetto, condizionando sia la sostenibilità economica sia la capacità di generare impatto.

Un risultato rilevante del lavoro è che molte delle tensioni frequentemente osservate nella pratica, come la necessità di rivedere al ribasso gli obiettivi di impatto per rispettare vincoli finanziari, o l'emergere di conflitti con stakeholder locali durante la fase di implementazione, appaiono meno come trade-off inevitabili e più come conseguenze di disallineamenti strutturali non affrontati nelle fasi iniziali di selezione e progettazione dell'investimento. In questo senso, la distinzione tra rischi driver, rischi di collegamento e rischi dipendenti ha fornito una chiave di lettura utile per comprendere perché interventi tardivi, concentrati sugli esiti, risultino spesso poco efficaci.

La traduzione dei risultati analitici in un framework applicativo, articolato in policy per quadrante MICMAC, logiche di decision-making e strumenti operativi, ha inteso mostrare come una lettura sistemica del rischio possa essere incorporata in pratiche concrete. Le checklist proposte per i comitati di investimento, le scorecard di rischio integrato e le dashboard di monitoraggio non sono presentate come soluzioni standard, ma come esempi di come il modello possa supportare decisioni quotidiane: dalla selezione dei progetti, alla gestione delle criticità emergenti, fino alle scelte di exit e alla salvaguardia della continuità dell'impatto.

Nel complesso, la tesi non propone un modello normativo né una soluzione unica ai problemi del social/impact venture capital. Piuttosto, intende offrire una struttura analitica e operativa che consenta di rendere più trasparenti le assunzioni decisionali, di discutere in modo informato le priorità di intervento e di collegare in modo più coerente obiettivi finanziari, risultati di impatto e responsabilità ESG. In un ambito in cui molte decisioni

vengono prese in condizioni di incertezza e pressione temporale, il contributo principale del lavoro risiede nella possibilità di spostare l'attenzione dalle conseguenze visibili alle cause strutturali, favorendo una gestione del rischio più preventiva e riflessiva.

In questa prospettiva, il valore della ricerca non risiede tanto nella definizione di conclusioni definitive, quanto nella possibilità di riutilizzare e adattare l'approccio proposto in contesti diversi, fondi, settori e aree geografiche, come strumento di analisi, apprendimento e miglioramento dei processi decisionali nel social/impact venture capital.

REFERENCES

- Agrawal, A., Hockerts, K. (2021). Impact Investing: Review and Research Agenda. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 33(2), 153–181. <https://doi.org/10.1080/08276331.2018.1551457>
- Applebee, S. (2024). “De facto” responsible innovation in early-stage ventures: The reinforcing role of impact investors. *Academy of Management Proceedings*, 2024(1), 14654. <https://doi.org/10.5465/AMPROC.2024>.
- Bandini, F., Chiappini, H., Pallara, F. (2022). Fund managers acting as impact investors: Strategies, practices, and tensions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(4), 1084–1095. <https://doi.org/10.1002/csr.2255>
- Banerjee, A., Carlsson-Wall, M., Nordqvist, M. (2024). Hybrid board governance: Exploring the challenges in implementing social impact measurements. *The British Accounting Review*, 56(6), 101359. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2024.101359>
- Barber, B. M., Morse, A., Yasuda, A. (2021). Impact investing. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162–185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.10.008>
- Berg, F., Kölbel, J. F., Rigobon, R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
- Block, J. H., Hirschmann, M., Fisch, C. (2021). Which criteria matter when impact investors screen social enterprises? *Journal of Corporate Finance*, 66, 101813. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101813>
- Brest, P., Born, K. (2013). When can impact investing create real impact? *Stanford Social Innovation Review*.
- Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J., Eccles, R. G., Hebb, T., Hoepner, A. G. F., Klein, C., Krueger, P., Paetzold, F., Scholtens, B., Weber, O. (2021). Impact investments: a call for (re)orientation. *SN Business & Economics*, 1(2), 1–13. <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>
- CFA Institute. (2023). Definitions for responsible investment approaches. CFA Institute Research & Policy Center.
- Ciani, L., Guidi, G., Patrizi, G. (2019). A Critical Comparison of Alternative Risk Priority Numbers in Failure Modes, Effects, and Criticality Analysis. *IEEE Access*, 7, 92398–92409. <https://doi.org/10.1109/ACCESS.2019.2928120>
- Clarkin, J. E., Cangioni, C. L. (2016). Impact Investing: A Primer and Review of the Literature. *Entrepreneurship Research Journal*, 6(2), 135–173. <https://doi.org/10.1515/erj-2014-0011>

Cox, L. A., Jr. (2008). What's wrong with risk matrices? *Risk Analysis*, 28(2), 497–512. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6924.2008.01030>

Croce, A., Ughetto, E., Scellato, G., Fontana, F. (2021). Social impact venture capital investing: An explorative study. *Venture Capital*, 23(4), 345–369. <https://doi.org/10.1080/13691066.2021.1982069>

Ebrahim, A., Rangan, V. K. (2014). What Impact? A Framework for Measuring the Scale and Scope of Social Performance. *California Management Review*, 56(3), 118–141. <https://doi.org/10.1525/cmr.2014.56.3.118>

Eckerle, C., Terzidis, O. (2024). Designing impact due diligence for startups. *Journal of Business Venturing Design*, 3, 100020. <https://doi.org/10.1016/j.jbvd.2024.100020>

EFRAG. (2023). *European Sustainability Reporting Standards (ESRS)*. Brussels: EFRAG.

European Commission. (2022). *Commission Guidelines on reporting climate-related information and reporting of non-financial information: Supplement on reporting climate-related information / European sustainability reporting and double materiality framework [riferimento al pacchetto preparatorio sulla doppia materialità e alla futura architettura ESRS]*. Brussels: European Commission.

European Parliament and Council of the European Union. (2019). Regulation (EU) 2019/2088 of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector. *Official Journal of the European Union*, L 317, 9 December 2019, 1–16.

European Parliament and Council of the European Union. (2020). Regulation (EU) 2020/852 of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment (EU Taxonomy). *Official Journal of the European Union*, L 198, 22 June 2020, 13–43.

European Union. (2022). Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting (CSRD). *Official Journal of the European Union*, L 322, 15–80.

Fontela, E., Gabus, A. (1974). *DEMATEL, Innovative Methods: Report No. 2, Structural Analysis of the World Problematique*. Geneva: Battelle Geneva Research Centre.

Forman, E. H., Selly, M. A. (2001). *Decision by Objectives: How to Convince Others That You Are Right*. Singapore: World Scientific.

Geczy, C., Jeffers, J. S., Musto, D. K., Tucker, A. M. (2021). Contracts with (Social) Benefits: The Implementation of Impact Investing. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 697–718. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.02.001>

Geczy, C., Jeffers, J., Musto, D., Tucker, A. (2021). Contracts with (Social) benefits: The implementation of impact investing. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 697–718. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.008>

GIIN – Global Impact Investing Network. (2019). Core characteristics of impact investing. GIIN.

GIIN – Global Impact Investing Network. (2022). Sizing the impact investing market. GIIN Research.

GIIN – Global Impact Investing Network. (2024). State of the market: Impact investing. GIIN.

GIIN – Global Impact Investing Network. (2025). What you need to know about impact investing. <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/>

Godet, M. (2000). The art of scenarios and strategic planning: Tools and pitfalls. *Technological Forecasting and Social Change*, 65(1), 3–22. [https://doi.org/10.1016/S0040-1625\(99\)00120-1](https://doi.org/10.1016/S0040-1625(99)00120-1)

Hehenberger, L., Andreoli, C. (2024). Impact measurement and the conflicted nature of materiality decisions. *Current Opinion in Environmental Sustainability*, 68, 101436. <https://doi.org/10.1016/j.cosust.2024.101436>

Hehenberger, L., Buckland, L. (2024). How Impact Measurement Fosters the Social Economy: From Measurement of Impact to Learning and Management for Impact. In G. Krlev, D. Wruk, G. Pasi, & M. Bernhard (Eds.), *Social Economy Science: Transforming the Economy and Making Society More Resilient* (pp. 138–166). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780192868343.003.0007>

Heinz, D. C., Velamuri, V. K. (2024). Intentionality and Decision-Making in Impact Investing—Understanding Investment Motivation and Selection Criteria of Impact Investors. *Sustainability*, 16(11), 4497. <https://doi.org/10.3390/su16114497>

Hirschmann, M., Fisch, C. (2023). IPO performance of portfolio ventures funded by impact investors versus venture capital investors. *Journal of International Financial Management & Accounting*.

Höchstädter, A. K., Scheck, B. (2015). What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449–475. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2327-0>

Holtslag, M., Chevrollier, N., Nijhof, A. (2021). Impact investing and sustainable market transformations: The role of venture capital funds. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 30(4), 595–608. <https://doi.org/10.1111/beer.12373>

Huang, I. B., Keisler, J., Linkov, I. (2011). Multi-criteria decision analysis in environmental sciences: Ten years of applications and trends. *Science of the Total Environment*, 409(19), 3578–3594. <https://doi.org/10.1016/j.scitotenv.2011.06.022>

Impact Europe. (2023). Size of impact: The European impact investing market. Impact Europe.

Impact Europe. (2024). Impact measurement and management: The essentials. Impact Europe.

Impact Frontiers. Five dimensions of impact – Risk. Impact Frontiers. <https://impactfrontiers.org/norms/five-dimensions-of-impact/impact-risk/> (accessed July 2025).

International Electrotechnical Commission. (2019). IEC 31010:2019 Risk management — Risk assessment techniques. Geneva: IEC.

International Finance Corporation (IFC). (2012). Performance standards on environmental and social sustainability. IFC.

International Finance Corporation (IFC). (2019). Operating principles for impact management. IFC.

International Organization for Standardization. (2018). ISO 31000:2018 Risk management — Guidelines. Geneva: ISO.

Islam, S. (2021). A systematic literature review on impact investing and social sector organizations.

Jeffers, J., Lyu, T., Posenau, K. (2024). The risk and return of impact investing funds. *Journal of Financial Economics*, 161, 103928. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103928>

Jeffers, J., Lyu, T., Posenau, K. (2024). The Risk and Return of Impact Investing Funds. *Journal of Financial Economics*, 161, 103928. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103928>

Johnsen, C. G. (2025). Navigating the ambiguity of impact investing: How impact venture capitalists access new markets, founders, and capital. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-025-06053-2>

Karunathilake, H., Bakhtavar, E., Chhipi-Shrestha, G., Mian, H. R., Hewage, K., Sadiq, R. (2020). Decision making for risk management: A multi-criteria perspective. In F. I. Khan & P. R. Amyotte (Eds.), *Methods in Chemical Process Safety: Advanced Methods of Risk Assessment and Management* (Vol. 4, pp. 239–287). Elsevier.

- Kaufmann, L., Botha, H. (2025). Who loses in win–win investing? A mixed methods study of impact risk. *Journal of Business Ethics*, 201, 219–234. <https://doi.org/10.1007/s10551-024-05788-8>
- Kaufmann, L., Krlev, G., Brown, M. (2024). In plain sight: Mechanisms of means-ends decoupling in impact investing. *Organization Studies*, 46(5), 667–692. <https://doi.org/10.2139/ssrn.5197024>
- Kim, K. O., Zuo, M. J., Ding, Y. (2018). General model for the risk priority number in failure mode and effects analysis. *Reliability Engineering & System Safety*, 169, 321–329. <https://doi.org/10.1016/j.res.2017.09.034>
- Linkov, I., Moberg, E. (2011). *Multi-Criteria Decision Analysis: Environmental Applications and Case Studies*. Boca Raton, FL: CRC Press.
- Lo Mele, V., Quas, A., Reichert, P., Romito, S. (2024). Impact orientation and venture capital financing: The interplay of governmental, social impact and traditional venture capital. *Financial Research Letters*.
- Martini, A. (2021). *Socially responsible investing: From the ethical origins to the modern portfolio approach*. *Environment, Development and Sustainability*.
- Nazlabadi, E., Maknoon, R., Alavi Moghaddam, M. R., Daigger, G. T. (2023). A novel MICMAC approach for cross impact analysis with application to urban water/wastewater management. *Expert Systems with Applications*, 230, 120667. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2023.120667>
- OECD. (2020). *Managing and measuring the impact of sustainable investments – A two-axes mapping*. OECD Development Co-operation Working Papers, No. 74. OECD Publishing.
- PitchBook. (2024). *US venture capital exit report*. PitchBook.
- Rawhouser, H., Cummings, M., Newbert, S. L. (2019). Social Impact Measurement: Current Approaches and Future Directions for Social Entrepreneurship Research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 43(1), 82–115. <https://doi.org/10.1177/1042258717727718>
- Roor, A., Maas, K. (2024). Do impact investors live up to their promise? A systematic literature review on (im)proving investments' impacts. *Business Strategy and the Environment*, 33(4), 3707–3732. <https://doi.org/10.1002/bse.3644>
- Saaty, T. L. (1980). *The Analytic Hierarchy Process: Planning, Priority Setting, Resource Allocation*. New York: McGraw-Hill.

Schlütter, D., Schätzlein, L., Hahn, R., Waldner, C. (2024). Missing the impact in impact investing research – A systematic review and critical reflection of the literature. *Journal of Management Studies*, 61(6), 2694–2718. <https://doi.org/10.1111/joms.12978>

Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). (2017). Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Financial Stability Board.

Teece, D. J. (2018). Dynamic capabilities as (workable) management systems theory. *Journal of Management & Organization*, 24(3), 359–368. <https://doi.org/10.1017/jmo.2017.75>

Toschi, L., Ughetto, E., Fronzetti Colladon, A. (2023). The identity of social impact venture capitalists: Exploring social linguistic positioning and linguistic distinctiveness through text mining. *Small Business Economics*, 60, 1249–1280. <https://doi.org/10.1007/s11187-022-00655-0>

UNDP. (2021). *SDG Impact Standards (for investors; for enterprises)*. United Nations Development Programme. <https://sdgimpact.undp.org/>

United Nations. (2011). *Guiding principles on business and human rights: Implementing the United Nations “Protect, Respect and Remedy” framework*. Office of the United Nations High Commissioner for Human Rights.

Warfield, J. N. (1974). Developing interconnected matrices in structural modeling. *IEEE Transactions on Systems, Man, and Cybernetics*, 4(1), 51–81.

Warfield, J. N. (1974). Developing interconnection matrices in structural modeling. *IEEE Transactions on Systems, Man, and Cybernetics*, SMC-4(1), 81–87.

Watson, R. H. (1978). Interpretive structural modeling—A useful tool for technology assessment? *Technological Forecasting and Social Change*, 11(2), 165–185. [https://doi.org/10.1016/0040-1625\(78\)90028-8](https://doi.org/10.1016/0040-1625(78)90028-8)