

LET'S  
RESEARCH  
THE FUTURE

SDA Bocconi  
SCHOOL OF MANAGEMENT

RESEARCH  
RETHINK  
REIMAGINE



## **Governance collaborativa e gap di investimenti. Alcune riflessioni operative**

*Prof. Veronica Vecchi*  
Direttrice Ricerca Government & Society  
*Prof. Carlo Altomonte*  
Associate Dean for Stakeholder Programs  
SDA Bocconi

## 0. Premessa

Questa nota è la sintesi di una agenda di ricerca decennale realizzata da SDA Bocconi. Essa attinge da un percorso di ricerca basato sulla trinagonazione di tre principali momenti: costante analisi della letteratura scientifica e divulgativa, continuo confronto con gli stakeholder e applicazioni/test sul campo attraverso progetti di accompagnamento a istituzioni pubbliche.

## 1. Introduzione

L'economia europea oggi si trova stretta tra la necessità di finanziare i gap di investimenti legati alle grandi transizioni ecologica, digitale e di sicurezza, e i vincoli di finanza pubblica funzionali al riassorbimento degli eccessi di debito pubblico erogati durante la pandemia.

Emerge dunque il sostanziale obbligo di mobilitare i capitali privati al fine di chiudere il gap di investimenti, ma tale obiettivo di policy fa fatica a tradursi in programmi operativi. La ragione non sembra tuttavia legata alla definizione di specifici meccanismi operativi, già da tempo esistenti, anche a livello comunitario, quanto più ad un i gap di leadership di sistema, necessaria per allineare gli obiettivi dei diversi stakeholder in campo, dal livello pubblico nazionale e locale, a quello privato e del terzo settore.

Peraltro, la letteratura scientifica (di public management) è unanime nel riconoscere che la generazione di “valore pubblico e/o per la società” non dipende più e solo dalle autorità pubbliche ma, piuttosto, da network di stakeholder, capaci di mobilitare risorse e soluzioni.

Non a caso il Goal 17 degli SDGs è dedicato alle “partnerships for the goals”.

Uno dei padri dello stakeholder capitalism (Freeman 2007) scrive infatti, a proposito della *stakeholder cooperation*:

*Value, any value is a social phenomenon. We must create value in a context, with the help of others and with others who value what we create.*

Ma dietro la parola “partnership” si celano diversi modelli che operano a diversi livelli istituzionali e con diverse finalità.

A livello macro, occorre considerare il fatto che sia imprese sia istituzioni finanziarie stanno progressivamente interiorizzando logiche di generazione di valore per la società (in senso lato) attraverso, rispettivamente, nuovi modelli di business e forme evolute di ESG & impact investing.

A livello micro, abbiamo sperimentato modelli di partnership contrattuale (il PPP) ma più con l'obiettivo di generare addizionalità finanziaria (PPP come generatore di flusso di cassa) piuttosto che nuove soluzioni, al netto di alcuni settori economici in cui la concessione è stata scelta come modello per creare competizione nel mercato per favorire investimenti e ottimizzazione dei costi/tariffe (es: distribuzione del gas).

Ne consegue che purtroppo, oggi, molti policy maker hanno una visione erronea del PPP/concessione, spesso influenzata da specifici fallimenti, o da specifici obiettivi di breve periodo, piuttosto che da una visione di sistema.

Una visione di sistema impone invece di considerare diversi obiettivi da bilanciare, tra cui: la necessità di sostenere la competitività e la produttività e di offrire opportunità di investimento ai capitali domestici con un profilo attrattivo di rischio/rendimento; l'equità intergenerazionale, che diventa sempre più rilevante quando i budget pubblici sono scarsi; la necessità di gestire la transizione (e l'effetto rebound su occupazione) del post-PNRR.

Due modelli di partnership, in particolare, potrebbero offrire soluzioni in grado di contemperare questa molteplicità di attori e obiettivi: la “blended finance” e le partnership pubblico-privato-plurali (4P).

## 2. Blended Finance

I meccanismi di blended finance rappresentano una soluzione molto utilizzata – in realtà, nelle forme più sofisticate principalmente nei paesi emergenti grazie al ruolo delle Development Finance Institutions - DFIs – per mixare i capitali pubblici e privati con l'obiettivo di ridurre il rischio per gli investitori di mercato.

Tali meccanismi sono particolarmente adeguati per generare un effetto moltiplicatore/leva: in altre parole per attrarre gli investitori privati facendo leva su pochi fondi pubblici necessari per migliorare il profilo di rischio/rendimento

La soluzione più tradizionale riguarda il mix pubblico – privato per ridurre il costo del debito o per allungarne la *maturity*. Oppure forme di garanzia volte a generare meccanismi di addizionalità finanziaria.

Le autorità pubbliche hanno una consolidata esperienza nella gestione di fondi di garanzia o altri strumenti finanziari per le PMI. Tuttavia, vi è una certa resistenza ad adottare logiche analoghe in altri settori (esempio, sanità, housing etc..), ovvero in quei settori in cui il ruolo del pubblico è stato più defilato (affordable housing) o dominante (sanità).

Le forme più sofisticate di blended finance sono i *tranching mechanisms*, generalmente fondi a più tranches, ognuna delle quali con una diversa esposizione al rischio.

Uno schema tradizionale prevede che il capitale pubblico (ma anche quello filantropico), storicamente utilizzato nella logica del contributo a fondo perduto, può essere investito come “*first-loss piece*”, con l'obiettivo di attirare altri investitori, tra cui:

- banche di sviluppo e/o promozionali, che potrebbero essere anche in grado di sottoscrivere un finanziamento mezzanino
- investitori istituzionali chiamati a sottoscrivere le tranches meno rischiose, proprio perché supportate dalle tranches sottostanti; le tranches meno rischiose

potrebbero essere sottoscritte anche da investitori retail che potrebbero avere l'interesse di investire i capitali nelle comunità in cui vivono.

In questi modelli è fondamentale il ruolo dei fondi di garanzia, sia a supporto degli investimenti in mezzanino, sia a supporto dell'emissione di titoli destituti sia a investitori istituzionali sia a investitori retail.

L'esperienza europea nell'utilizzo di questi strumenti è consolidata, e l'attuale strumento finanziario a sostegno degli investimenti in Europa, lo European Investment Fund (EIF) utilizza ampiamente strumenti di blended finance, sia pure in una logica che andrebbe meglio differenziata rispetto ai diversi profili di rischio degli Stati membri.

### 3. 4P

Uno strumento alternativo sono le partnership pubblico-private plurali (4P), strumenti che possono assumere eventualmente i connotati di una concessione di servizi, e che si caratterizzano per uno spiccato profilo "sociale". Le 4P possono infatti coinvolgere soggetti del terzo settore o della finanza ad impatto, e prevedere modalità di pagamento e/o remunerazione del capitale legate all'impatto/risultato sociale. In generale, una 4P nasce con l'obiettivo di chiudere un determinato gap legato a un fabbisogno della società; se il modello di servizio che fa da perno alla 4P funziona e quindi chiude il gap e quindi crea impatto, l'operatore economico che gestisce la 4P è remunerato. La remunerazione può avvenire da parte dell'utilizzatore, per esempio i cittadini, oppure da parte della Pubblica Amministrazione se la 4P riguarda l'erogazione di un servizio pubblico fruito gratuitamente, oppure da parte anche di *donor*. Questo modello è noto come *social impact bond* o *outcome based contract* ma ciò che rileva qui è l'approccio e non tanto il meccanismo puntuale, che può e deve cambiare a seconda del contesto e delle finalità che si intendono conseguire.

In generale in una 4P non c'è solo la PA e l'operatore economico che gestisce un servizio, ma troviamo anche le imprese con budget da destinare alla "S" (comunità, dipendenti propri e della catena, clienti – la dimensione "S" al centro della CSR-D), rilevanti istituzioni locali – pensiamo a una fondazione bancaria ma anche i grandi *asset owner* pubblici – e associazioni del terzo settore.

Uno dei vantaggi nell'immaginare strumenti di sostegno agli investimenti declinati come 4P è legato al fatto che, in questo momento storico, il mercato è generalmente molto attento alla dimensione della società. Questi sono infatti alcuni trend emergenti (Vecchi et al. 2022).

- **Dimensione corporate: crescente commitment verso gli SDG.** Le imprese stanno sempre più integrando gli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG) nelle loro strategie aziendali. Questo non solo risponde a una crescente pressione normativa e sociale, ma rappresenta anche una fonte di vantaggio competitivo. Gli SDG rappresentano non solo degli obiettivi di policy ma esprimono anche gap a cui le imprese possono dare risposte attraverso nuove soluzioni e nuovi modelli di business.
- **Dimensione finanza: ESG Investing e Impact Investing.** Gli investitori stanno spostando l'attenzione verso logiche di investimento ESG e a impatto. Questi tipi di investimenti valutano non solo i rendimenti finanziari, ma anche i benefici

positivi generati per gli stakeholder in relazione alle dimensioni ESG e la capacità di generare soluzioni in grado di contribuire alle sfide della società (*impact investing*). Questo trend sta cambiando il modo in cui le imprese sono valutate e gestite, incentivandole a migliorare il loro contributo rispetto alla società in senso lato.

- **Dimensione regolatoria:**

- **Obblighi di rendicontazione posti dalla CSR-D<sup>1</sup> (ESRS S-3):** con l'introduzione dello standard ESRS S-3, che richiede alle imprese di rendicontare l'impatto delle proprie attività sulle comunità locali, non solo si aumenta la trasparenza ma si stimola le imprese a definire progettualità a beneficio della società più strutturate e più efficaci, proprio per poter avere un impatto crescente sulle comunità di riferimento. Questo porterà inevitabilmente a un “risorgimento” della filantropia di impresa.
- **Benefit Corporation:** Cresce il numero di imprese che adottano la forma giuridica di Benefit Corporation, che permette loro di formalizzare l'impegno verso obiettivi sociali e ambientali, oltre a quelli finanziari. Questo modello giuridico crea un quadro legale che sostiene la missione sociale delle imprese, favorendo la trasparenza e la responsabilità.

Nell'attuale contesto in cui il welfare state non è in grado di rispondere pienamente ai fabbisogni della comunità, anche come conseguenza della complessità e differenziazione dei fabbisogni stessi, vi è allora la necessità di individuare nuovi modelli di welfare, in cui le imprese (come employers), le istituzioni locali (tra cui anche le fondazioni) possono e devono giocare un ruolo. In questo contesto, la PA gioca un ruolo di aggregatore di una domanda di welfare e orchestratore di soluzioni sviluppate in logica collaborativa.

Da questo punto di vista, anche le evidenze scientifiche elaborate dalla più recente letteratura di public management sembrano offrire uno stimolo rispetto alla necessità, per le PA, di mettere in atto una nuova postura, passando anche da erogatori diretti di servizi a committenti sofisticati in un network di stakeholder, che è la PA stessa a coordinare.

*At a time of planetary challenges such as climate change, economic and social inequalities, and technological changes, the importance of public values and the creation of public value calls on all sectors of society to take action and engage in problem solving.*

*As such, public administration scholarship and practice recognize a shift in the role of government and public organizations; they are increasingly required to engage with different types of organizations and citizen groups to address societal challenges.*

*Growing literature on co-creation, collaborative governance, co-production, and cross-sectoral collaboration, describes the emergence of a new portfolio of strategic activities in the mission of public organizations to enhance the creation of public value through collaboration (Thabit et al 2024, ).*

---

<sup>1</sup> Direttiva CE 2022/2464

## 4. Opportunità

Il meccanismo della blended finance/4P (a seconda delle specifiche situazioni) può trovare applicazione a svariati ambiti.

Un ambito in cui se ne è fatto un uso parziale, e comunque non con effetti desiderati di leva, è il settore delle infrastrutture.

Sotto la spinta dei fondi strutturali, si sono fatte alcune sperimentazioni con il programma Jessica, tuttavia, va detto che il solo blending non è risolutivo se la pipeline di progetti è carente e quindi se mancano non solo progetti ma anche una visione e reti locali che possano offrire progettualità strategiche da finanziare con capitali misti pubblico-privato.

Da questo punto di vista i meccanismi tradizionali di assistenza tecnica non hanno dimostrato di funzionare perché, in primis, bisogna agire sulle “competenze” di sistema territoriale, volte a costruire una cultura condivisa e fiducia e quindi una capacità di co-progettare e collaborare. Si tratta di attività che non possono essere lasciate all’intermediario finanziario che si aggiudica la gara per la gestione e il co-finanziamento del fondo Jessica.

Si pensi all’efficientamento energetico degli edifici pubblici: la direttiva impone una road map sfidante. Si tratta di interventi che potrebbero beneficiare di logiche di PPP, i cui canoni possono, generalmente, essere spesati utilizzando la spesa storica, con un piccolo contributo a fondo a perdere. Tuttavia, i dati di mercato confermano che l’utilizzo del PPP per l’efficientamento energetico rappresenta solo una piccola fetta di mercato. In regione Lombardia, per esempio, nell’ultimo triennio sono stati allocati 1,6 miliardi per finanziare – in logica tradizionale- interventi di efficientamento energetico, realizzati dunque con appalto e finanziati al 100% con capitali pubblici. Con il PPP l’effetto moltiplicatore sarebbe stato almeno di x3, con un utilizzo di questi capitali a livello di singolo progetto (blending a livello di progetto). In realtà l’effetto moltiplicativo sarebbe stato ben maggiore se tali risorse fossero state utilizzate per creare un fondo per finanziare una pipeline di PPP in ambito efficientamento energetico. Peraltro, in questo caso il blending non avrebbe l’obiettivo di ridurre il profilo di rischio (molto basso essendo progetti a tariffazione sulla PA beneficiaria dell’intervento), quanto piuttosto ad abbattere il costo del capitale per ridurre l’impatto del canone sui bilanci delle PA territoriali.

Altri recenti esempi di partnership, più sofisticati e interessanti, riguardano la sanità e l’affordable housing.

### 4.1 Sanità

In sanità, tra il 2000 e il 2012 vi è stato un rinnovamento dell’11% della rete ospedaliera con la realizzazione di 48 grandi progetti, prevalentemente in Lombardia, Veneto, Emilia Romagna e Toscana. Di questi 30 sono realizzati con appalto e 18 in PPP. Questi ultimi, pur rappresentando solo il 37.5% dei nuovi investimenti, gli investimenti effettuati attraverso il PPP hanno contribuito alla creazione di circa il 50% dei nuovi posti letto realizzati.

Dopo il 2012 vi è stata una battuta d'arresto, anche perché lo strumento del PPP è stato sostanzialmente accantonato, per poi essere stato ri-utilizzato, seppur con alti (Gaslini) e bassi (Piemonte) negli anni più recenti.

Le evidenze scientifiche che abbiamo studiato da oltre 15 anni ci dimostrano che il PPP, anche quando utilizzato secondo schemi contrattuali elaborati in contesti istituzionali deboli, ha consentito la realizzazione rapida di ingenti investimenti, nel rispetto dei tempi (on time) e con minori varianti (off-budget) rispetto agli appalti. Tuttavia, la paura di irrigidire la spesa corrente del SSN ha portato il policy maker regionale a scelte diverse: rinunciare all'opzione del PPP (anche quando vi erano proposte concrete e del tutto sostenibili) con la speranza di poter attivare rapidamente canali alternativi, quali l'art. 20 della legge 67/88 (il fondo pluriennale per gli investimenti sanitari, storicamente sottofinanziato e quindi inadeguato a far fronte ai fabbisogni territoriali) e i capitali INAIL. Tuttavia, il meccanismo di attivazione dei capitali INAIL non è pensato per la complessità degli investimenti sanitari (INAIL appalta il lavori relativi a un progetto esecutivo realizzato dall'azienda sanitaria, che per avere l'autorizzazione alla spesa della progettazione dovrebbe poter beneficiare della totalità delle somme – una sorta di circolo vizioso) e pertanto ad oggi non è stato ancora attivato, pur continuando a rappresentare l'alternativa per scartare opzioni (il PPP) più concrete. Evidentemente senza nessuna valutazione oggettiva, anche solo considerando i tassi intertemporali di preferenza sociale.

Oggi, i fabbisogni di investimento in sanità si aggirano attorno ai 7 miliardi; si tratta i una somma che dovrebbe essere vista non solo come costo ma anche come volano per l'economia e asset class per gli investitori istituzionali (INAIL, ma anche i fondi pensione quali ENPAM per esempio).

Usare uno stanziamento pubblico (ex art. 20) in logica di leva per attirare i capitali di INAIL, assieme a quelli di CDP e degli altri investitori istituzionali, eventualmente con il supporto di una garanzia, consentirebbe di offrire un basket di capitali a tassi sostenibili per alimentare una pipeline di progetti di PPP – che consentirebbe di velocizzare i tempi di realizzazione (i dati storici nazionali dimostrano che il PPP ha ridotto i tempi di realizzazione degli investimenti di oltre il 10%).

I fondi infrastrutturali potrebbero eventualmente intervenire in questo fondo nazionale, sia in logica di mezzanino o sottoscrittori di senior notes (debito), oppure a livello di singolo progetto. Si tratta di un punto importante per evitare il cosiddetto effetto crowding-out dei capitali puramente privati.

Ciò che rende poco desiderabile il PPP in sanità è il costo del denaro (il Wacc medio delle operazioni si aggira attorno al 7%). Un fondo come quello sopra descritto potrebbe abbassare il costo di almeno 200 punti base.

Evidentemente una iniziativa di questo tipo necessita di una regia di sistema nazionale, proprio per le ricadute di sistema economico complessivo.

#### *4.2 Affordable housing*

Un recente studio di SDA Bocconi realizzato per Fondazione Housing Sociale ha calcolato che il fabbisogno di affordable housing nella città metropolitana di Milano è di circa 3 miliardi per i prossimi 15 anni, questo in considerazione del fatto che circa il 32% nelle famiglie milanesi non potrà permettersi affitti a condizioni accessibili. Sebbene tale

gap richieda una politica ambiziosa e coordinata che agisca su più fronti, serve anche lavorare sul capitale e quindi il blended finance può rappresentare una risposta.

Molteplici possono essere le configurazioni del blending, che potrebbe avvenire attraverso:

- a. un fondo pubblico-privato-plurale territoriale multi-progetto, che consente di fare il blending di capitali a livello di fondo e che potrebbe finanziare tutto (o anche in parte) i progetti di housing;
- b. un fondo dei fondi nazionale blended per investire, a valle, in fondi territoriali, con effetti moltiplicativi potenzialmente molto interessanti, ma logiche di funzionamento sicuramente più complesse per l'eterogeneità delle progettualità a livello territoriale;
- c. un fondo di fondi blended per finanziare fondi immobiliari privati;
- d. una facility di soli capitali pubblici che co-finanzia fondi territoriali o fondi immobiliari privati; in questo caso il blending avviene, rispettivamente, solo a livello territoriale o a livello di singolo progetto.

Queste alcune indicazioni pratiche, a titolo esemplificativo, per comprendere le caratteristiche di un fondo blended per l'housing.

- Le risorse finanziarie pubbliche cash nazionali e/o regionali (a seconda della tipologia di fondo tra quelli sopra menzionati), unitamente a quelle filantropiche (pensiamo all'attivazione delle fondazioni bancarie locali), potrebbero essere apportate, in logica di equity, per creare un *first loss piece*, con un valore massimo non superiore al 25% del fabbisogno complessivo; tale somma potrebbe essere ridotta in presenza di un sistema di garanzie-controgaranzie capiente.
- Altre risorse pubbliche potrebbero essere destinate, appunto, a un fondo di garanzia che potrebbe beneficiare anche del sistema delle garanzie offerte da InvestEU; la leva finanziaria creata generalmente è ricompresa in un rapporto tra 1:8 e 1:16.
  - Si evidenzia in questo contesto, a titolo d'esempio, la facility Archimede, di SACE, che con un plafond di 60 miliardi di euro è rivolta a fornire garanzie / controgaranzie per finanziare anche la realizzazione di infrastrutture sociali, da parte di imprese medie e grandi, coprendo fino al 70% del finanziamento fino a 25 anni.
- La garanzia è volta sia a supportare l'investimento di capitale mezzanino o B note (per esempio da parte di banche di sviluppo/promozionali) oppure a tutela delle cosiddette A notes per raccogliere debito.
- Le A note potrebbero essere offerte a investitori istituzionali, come fondi pensioni o assicurazioni, tra cui magari anche quelli pubblici come Inail; ma si potrebbe anche valutare, in aggiunta, a un eventuale bond da offrire in logica retail ai cittadini, non necessariamente alla categoria *high net worth individuals*, oppure a medie e grandi imprese che potrebbero considerare l'investimento parte integrante sia del welfare aziendale sia del commitment verso le comunità di riferimento (logica 4P).

- A titolo d'esempio si cita il bond sociale non garantito di CDP emesso nel 2024 con un coupon del 3.625% con scadenza a gennaio 2030 – 6 anni

Al fine di operazionalizzare suddetta logica di blending, devono tuttavia essere definite alcune tecniche, relative soprattutto a due aspetti.

1. Matching tra tiraggio del finanziamento per realizzare l'housing e commitment degli investitori, soprattutto quelli istituzionali chiamati a sottoscrivere le A note; possibili soluzioni potrebbero essere rappresentate da:
  - i *forward purchase bond*, già stati utilizzati nel settore infrastrutturale su periodi di costruzione di 4/5 anni;
  - la creazione di una facility pubblica per offrire la *first piece loss* e la garanzia a sub-fondi figli creati in serie per il finanziamento di programmi triennali di housing; per altro i basket di affitti via via raccolti potrebbero servire anche, eventualmente, per ridurre gli oneri di prefinanziamento.
2. Durata del fondo: in genere questi fondi ammortizzano su durate di massimo 20 anni mentre per finanziare l'housing sociale servirebbe una durata di 30 anni; forme di rifinanziamento potrebbero essere rischiose (per il fatto che non si conoscerebbero – al momento della strutturazione – le condizioni del futuro rifinanziamento) ma in ogni caso fattibili specialmente in presenza di un sistema di garanzie pubblico concepito anche per offrire un hedging rispetto a questo rischio.

Operativamente e con finalità meramente esemplificative il fabbisogno finanziario per un triennio sarebbe di circa 1 miliardo, immaginando che possano servire 2000 abitazioni l'anno per un valore di circa 250 milioni di euro di investimenti annui. Ciò significa uno stanziamento pubblico massimo, in logica di *first piece loss*, di 250 milioni. La rimanente parte (750/800 milioni) potrebbe essere sottoscritta con:

- capitali derivanti da un social bond emesso da una banca di sviluppo, anche regionale
- un social retail bond da offrire ai cittadini lombardi mediante una raccolta organizzata da un pool di banche anche locali (per esempio anche il credito cooperativo)
- un bond offerto agli investitori istituzionali

Ai fini della strutturazione va valutato l'effetto - sul tasso, sulla durata e in generale sull'addizionalità - sia della *first piece loss* che di una eventuale garanzia pubblica.

La figura esemplifica il meccanismo sopra descritto.



Il ruolo dei comuni può essere fondamentale per assicurare la fattibilità di questi meccanismi, anche qualora non abbiano risorse cash da investire.

Essi possono essere co-investitori in kind di singole progettualità attraverso:

- apporto di terreni gratuitamente o, eventualmente, a condizioni fortemente agevolate, per abbassare il costo dell'investimento complessivo;
- apporto di asset che possono essere alienati oppure messi a reddito (di fronte pagamento di una somma *lump sum* oltre che -eventualmente- di futuri canoni);
- abbattimento degli oneri di urbanizzazione sulle porzioni di aree destinate al libero mercato al fine di incrementare la quota di housing, che rappresenta, oggi, una vera e propria forma di onere di urbanizzazione.

## 5. Conclusioni

“Creare valore per la società” è oggi argomento sempre più ricorrente nei dibattiti pubblici, ma rischia di diventare semplicemente uno slogan se questo nuovo orientamento non si traduce in progetti capaci di generare innovazioni sociali da valutare, misurare e scalare.

Oggi la dimensione “S” deve attivare risorse, finanziarie e umane, soluzioni e innovazioni che, quando canalizzate anche in “progetti” locali di coinvestimento pubblico-privato, potrebbero generare un impatto ben superiore rispetto a quello creato dalla singola impresa o dalla singola PA.

E’ evidente che le poche risorse pubbliche non possono più bastare se impiegate nella logica del fondo perduto. E allora è necessario che queste risorse vengano canalizzate in fondi di garanzia o di coinvestimento con l’obiettivo di attirare i capitali privati. In questa equazione, potrebbero entrare anche le risorse e le competenze del mondo delle fondazioni bancarie, magari anche con l’obiettivo di utilizzare un piccolo budget non più nella logica del fondo perduto ma del fondo di garanzia per supportare emissioni obbligazionarie territoriali e di scopo da offrire a cittadini e imprese, che così diventerebbero sia beneficiari di migliori servizi sia investitori, trasformando il loro risparmio in una risorsa preziosa per la qualità della vita delle comunità di cui fanno parte.

L'attivazione di questi meccanismi può passare certamente da un progetto di legge, ma l'avversione al rischio e l'isomorfismo istituzionale potrebbero ostacolare la definizione di una policy a livello nazionale in assenza di evidenze capaci di innescare un processo bottom-up. Ciò che potrebbe fare la differenza sarebbe dunque una serie di progetti locali, eventualmente legati alla gestione del capitale fisico creato con il PNRR, da sperimentare e scalare.