

# Verso un riallineamento di domanda e offerta nell'impact investing: lo scontro tra finanza e terzo settore

Francesco M. Stocco | Finance & Sustainability

Paper presentato in occasione del XII Colloquio Scientifico sull'impresa sociale, 25-25 maggio 2018, Dipartimento di Sociologia e Ricerca Sociale, Università degli Studi di Trento

ISBN 978-88-909832-7-6

## Abstract

Il lavoro parte da una premessa metodologica-definitoria che rileggendo i dati normativi sui principi economici di sostenibilità economica del Trattato UE (articolo 3) e della Costituzione Italiana, alla luce della teoria delle esternalità (A. C. Pigou) e della critica di Coase, indica nel mercato dell'impact investing la modalità di adempimento dell'agire economico sostenibile previsto nella normativa in discorso.

Posta questa premessa di metodo che definisce, quindi, sostenibile un'impresa o un mercato capace di internalizzare esternalità (negative o positive) nel lungo periodo, si considera l'attuale stato del mercato italiano "social impact" per osservare come parte di questo sia costituito da operatori del terzo settore.

Si osserva, altresì, con l'ausilio dei questionari somministrati, l'assenza di un mercato diretto al finanziamento delle imprese del terzo settore e se ne individuano le cause principali nella non adeguata cultura finanziaria da parte del terzo settore e nelle dimensioni economico-finanziaria degli enti che lo compongono.

In particolare, sono individuati, dal lato degli investitori, i seguenti profili di criticità: trasparenza nella reportistica dell'impatto sociale, liquidità dello strumento, capacità del management delle società partecipate; mentre si conferma l'interesse degli investitori ad investire in società del terzo settore.

Sulla base dell'attuale normativa vigente, si ritiene che le criticità evidenziate possano essere superate con il ricorso agli strumenti obbligazionari previsti per le medie imprese dal decreto sviluppo (dl 83/2012 e ss. mm.)

1. Una premessa metodologica-definitoria: sostenibilità come sinonimo di *impact investing*

Il mercato degli investimenti ad impatto sociale è uno dei mercati in forte crescita a livello globale. Anche per le sollecitazioni provenienti dagli obiettivi fissati nell'Agenda ONU 2030, imprese e investitori cercano sempre più strategie di *asset allocation* concentrate su imprese in grado di produrre un "impatto sociale" <sup>(1)</sup>.

Che le imprese siano soggetti in grado di produrre un impatto sociale è, oggi, un dato acquisito, anche se questa loro vocazione e i vantaggi di un loro agire in modo socialmente responsabile sono stati riconosciuti solo recentemente dalla letteratura economica.

Milton Friedman <sup>(2)</sup>, in tempi non eccessivamente lontani, sosteneva che l'unico compito delle imprese fosse quello di massimizzare i profitti per i propri investitori, mentre eventuali azioni "sociali" dovevano essere lasciate al "buon cuore" degli operatori economici che, con donazioni e altri strumenti di *grant*, avrebbero finanziato generiche iniziative benefiche.

2. (segue) la teoria delle esternalità

Questa impostazione, a ben considerare, è un portato della teoria del mercato e delle esternalità (A. C. Pigou) <sup>(3)</sup>: secondo questa teoria, un'economia di mercato non costituisce un modello stabile ed efficiente a causa delle esternalità che, secondo il suo primo autore Arthur Pigou, sono un costo o un beneficio che è sopportato da qualcuno che non è parte della transazione che lo produce.

L'esempio classico riferito dalla letteratura è quello dell'industria che per produrre i propri beni inquina l'aria del centro abitato circostante la fabbrica <sup>(4)</sup>.

Immaginiamo, quindi, che una società produca biciclette con un costo di €175 e che i consumatori siano disponibili ad acquistare una bicicletta a un costo di €200. Qualsiasi vendita che interviene nell'intervallo tra questi due valori (€25) è una transazione che

---

<sup>1</sup> Con riguardo al mercato statunitense, il mercato ha avuto una crescita del 33% nel triennio 2014 - 2016 assestandosi a 8.72 m/mld di dollari (The Forum of Sustainable and Responsible Investment US, [www.ussif.org](http://www.ussif.org), 2016), mentre per il periodo 2013-2015 la crescita in Europa si è mostrata più contenuta con un incremento del 18% fino ad un totale di 40 mld di dollari (Global Impact Investing Network, *Impact Investing Trend, Evidence of Growing Industry*, 2015, in [thegiin.org](http://thegiin.org)).

<sup>2</sup> Milton Friedman, *The Social Responsibility In Business is to Increase Its Profits*, in *The New York Times Magazine*, 13 settembre 1970.

<sup>3</sup> A. C. Pigou, *The Economic of Welfare*, London, 1920.

<sup>4</sup> R. Couter, C. Ulen, *Law & Economics*, 2004, 35.

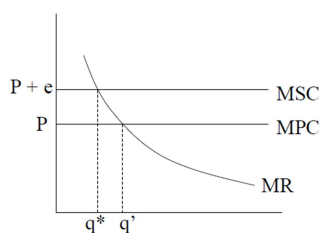
genera ricchezza traducendosi in una produzione con marginalità e in un acquisto ad un valore soddisfacente.

Immaginiamo, poi, che la stessa società che produce biciclette emetta sostanze inquinanti nell'aria della città sottostante e che il costo per ridurre l'inquinamento sia pari a €30. In questi casi, secondo la teoria delle esternalità, si assiste a un fallimento del mercato poiché il costo sociale della produzione è maggiore del costo privato e delle relative esternalità e la produzione di quel bene o servizio non è più economicamente vantaggiosa.

In altra prospettiva, quindi, le esternalità creano una divergenza tra costo privato e costo sociale. Se questa differenza fa superare la domanda disponibile di prodotto, il mercato non è un mercato efficiente.

MSC (marginal social cost) MPC (marginal private cost) MEC (marginal external cost)

Marginal social cost= marginal private cost + marginal external cost.



La correzione della distorsione del mercato, nel pensiero di Pigou avviene attraverso l'intervento dello Stato che, con lo strumento dell'imposizione fiscale, corregge l'effetto distorsivo delle esternalità.

Questa impostazione esclude, quindi, un intervento dell'operatore economico (impresa) nella riduzione delle esternalità, delegando il compito della tutela del bene comune allo stato, quale esponente del bene pubblico.

### 3. Il teorema di Coase

La teoria di Pigou è stata, per certi profili, oggetto di critica da parte di Coase<sup>(5)</sup> su, principalmente, tre elementi:

- a) Nella natura reciproca delle esternalità e nella conseguenza che, in determinati casi, è più efficiente che sia la vittima dell'esternalità a cambiare il suo comportamento che per l'autore cessare di produrla (così se una

<sup>5</sup> Ronald Coase, *The Problem of Social Costs*, *The Journal of Law & Economics*, 1960.

fabbrica che inquina paga €100 per un depuratore, mentre tutti gli allevatori vicini dovrebbero pagare un costo complessivo di €50 per mutare la posizione delle stalle, una scelta economicamente efficiente richiede un sacrificio dell'allevatore);

- b) I costi di transazione e il problema del bene pubblico e dell'azzardo morale. In un mercato esistono dei costi di transazione che possono rendere comunque inefficiente lo scambio e possono stimolare atteggiamenti predatori da parte degli operatori, i quali possono decidere di non partecipare alla transazione (ad es. alcuni degli allevatori decidono di non contribuire per proibire all'impresa di inquinare, in modo da incrementare il costo per gli altri allevatori) o di richiedere un costo più alto della partecipazione qualora indispensabile; e, infine,
- c) Nella possibilità di "internalizzare" le esternalità, ossia le parti che subiscono un'esternalità potrebbero (in assenza di una tutela normativa, ossia di un divieto legale di inquinare) pagare o esser risarciti perché l'esternalità non si produca o, alternativamente, si produca (nell'esempio precedente, una cifra compresa tra €50 e €100, come risarcimento del danno o come indennizzo al produttore, renderebbe comunque efficiente il mercato).

#### 4. La prospettiva legale alla teoria del mercato

Se chiedete ad un economista quanti barbieri ci sono a El Cairo (città con circa 10 milioni di abitanti), l'economista calcolerà la popolazione complessiva della città (10 milioni), dividerà per due (maschi e femmine: 5 milioni), considererà la frequenza del taglio dei capelli (1 volta al mese) per una domanda complessiva di 60.000.000 di tagli di capelli. Considerando il lato dell'offerta, lo stesso economista calcolerà il tempo medio di un taglio di capelli (15 minuti) e l'orario medio di apertura (8 ore al giorno) e che, quindi, un barbiere riesce a fare 32 tagli al giorno, per un totale annuo (su 300 giorni lavorativi) di 9.600 tagli. Quindi per soddisfare una domanda di 60.000.000 di tagli di capelli occorreranno 6.250 barbieri.

Se ponete la stessa domanda a un giurista, probabilmente si informerà presso la camera di commercio per conoscerne il numero.

L'aneddoto spiega come l'ipotesi di un mercato libero sia un'ipotesi (appunto) per elaborare un modello economico – teorico, in sé, quindi, di impossibile realizzazione per l'intervento (necessario) del legislatore.

Esso, a ben vedere, non riesce a cogliere il numero di esternalità coinvolte in una transazione: così la produzione di un bene, oltre l'inquinamento della fabbrica, produce l'inquinamento dei lavoratori che si recano nella fabbrica, dei prodotti che sono necessari per produrre quel bene, delle malattie che derivano da quella produzione etc.

In secondo luogo, ad oggi le autorità statali, anche nei mercati di più spinto liberismo, se non dettano delle normative di settore dettano delle normative di principio che, in ogni caso, devono essere attuate.

Infine, la teoria economica lascia al giurista il tema, non secondario, dell'individuazione del soggetto (collettività, produttore o consumatore) che deve sopportare il costo o il beneficio dell'esternalità, nonché del rimedio normativo che si associa (risarcimento del danno o divieto).

Se, dunque, tra i meriti di Coase vi è quello di aver portato il diritto nell'analisi economica, d'altro canto Coase abbandona eccessivamente la prospettiva economica per interrogarsi sul rimedio normativo (in termini di divieto o di responsabilità risarcitoria) per riequilibrare il mercato.

Tale passaggio, nella prospettiva del giurista, può non essere un punto di arrivo, se non prima di aver provato a delineare un'analisi più approfondita dei formanti del mercato e delle sue regole.

##### *5. I principi di diritto europeo sull'economia sostenibile.*

Partendo da questo secondo profilo (le regole), l'assenza di un mercato capace di autodeterminarsi è un dato di partenza irrinunciabile. Non esiste, in altre parole, un mercato che sia effettivamente libero e non eterodiretto.

Si tratta, quindi, di comprendere quali siano i principi regolatori di un mercato. Ponendo l'attenzione al dato normativo Europeo e italiano si può sostenere, con certezza, come i formanti del mercato (domanda e offerta) siano eterodeterminati verso un punto di "sostenibilità" (al contenuto di tale termine sarà dedicato il paragrafo successivo).

In questo senso, nelle premesse del trattato istitutivo dell'Unione Europea si legge

*"determinati a promuovere il progresso economico e sociale dei loro popoli, tenendo conto del principio dello sviluppo sostenibile nel contesto della realizzazione del mercato interno e del rafforzamento della coesione e della protezione dell'ambiente, nonché ad attuare politiche volte a garantire che i progressi compiuti sulla via dell'integrazione economica si accompagnino a paralleli progressi in altri settori."*

Per poi considerare al successivo articolo 3 (Grundnorm dell'ordinamento) *"[L'Unione] si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente. Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico. L'Unione combatte l'esclusione sociale e le discriminazioni e promuove la giustizia e la protezione sociali, la parità tra donne e uomini,*

*la solidarietà tra le generazioni e la tutela dei diritti del minore. [...] contribuisce [...] allo sviluppo sostenibile della terra, alla solidarietà e al rispetto reciproco tra i popoli al commercio libero ed equo, all'eliminazione della povertà e alla tutela dei diritti umani”.*

Esiste, quindi, un chiaro indirizzo e indubbiamente una regola precettiva di immediata applicazione circa l'obbligatorietà di perseguire uno sviluppo sostenibile di mercato nonché una competizione nell'economia sociale accompagnata da una forte preoccupazione al tema ambientale.

Questa regola, quindi, prescrive e individua quale debba essere il punto di equilibrio tra domanda e offerta o se vogliamo, in altra prospettiva, quali esternalità positive o negative debbano essere considerate nel raggiungimento del punto di equilibrio.

Il quadro normativo sopra considerato non muta di segno ponendo mente al dettato della Costituzione italiana. Questa, all'articolo 2, pone l'obbligo di adempimento dei doveri inderogabili di solidarietà politica, e sociale; mentre nelle norme dedicate all'iniziativa economica e alla proprietà, afferma come l'iniziativa economica non possa svolgersi in contrasto con l'utilità sociale e come la proprietà privata debba orientarsi verso uno scopo idoneo ad assicurarne la funzione sociale (articoli 2, 41 e 42 cost).

#### *6. Cosa si intende per sostenibile*

Chiarita l'esistenza di un obbligo di creare un mercato sostenibile e, a valle, di un obbligo di agire sostenibile per gli attori di questo mercato, il quesito ermeneutico (tra diritto ed economia) si specifica in cosa sia un'economia sostenibile.

Per i fini di questo lavoro, la prospettiva è quella di rimanere nell'ambito della teoria di Pigou, riletta alla luce del teorema di Coase, per abbozzare una prima idea di sintesi.

Può essere definito sostenibile un mercato, un'impresa o un sistema economico che, in un orizzonte di lungo periodo, riesce a internalizzare il maggior numero di esternalità.

Tale definizione, in sostanza, trae spunto dalle tre principali critiche di Coase e, in particolare, nella possibilità per il mercato di internalizzare le esternalità e nell'obiezione del bene pubblico.

Si tratta, evidentemente, di un modello “a tendere” che, progressivamente, include nel rapporto domanda/offerta tutti gli elementi (attivi e passivi) di cui non sono titolari le parti contraenti, ma gli altri *stakeholders* del mercato, tendendo quindi a superare, le criticità evidenziate da Coase anche in punto di bene pubblico e reciprocità delle esternalità.

## 7. *Il social impact come catalogo delle esternalità?*

Sulla base della nozione di sostenibilità posta nel paragrafo che precede, ossia, dell'idoneità nel lungo periodo di un mercato a internalizzare le esternalità, il tema si sposta dalla concretizzazione del concetto di "equilibrio sostenibile", alla concretizzazione, dei formanti del mercato: di cosa compone la domanda e l'offerta.

In altri termini: chiarite quali sono le componenti della domanda (i vantaggi che derivano da un'utilità) e dell'offerta (i costi che si determina per la produzione del bene), il quesito mira ad individuare quali sono le esternalità che si associano alla domanda e all'offerta.

Per trattare del tema, occorre partire da un assunto, necessario ad evitare una petizione di principio. A ben vedere, infatti, nel costo di produzione potrebbero entrare già alcuni elementi che rientrano nelle esternalità: ad esempio, la corresponsione di un salario equo, il pagamento di un certo livello di contributi salariali, l'utilizzo di tecnologie sicure. Nella stessa prospettiva, un mercato potrebbe già incorporare delle esternalità positive: la produzione di un vaccino porta in sé un beneficio generalizzato per la collettività oltre che per il soggetto al quale il vaccino è stato somministrato.

In realtà, la prospettiva appena citata conferma l'impostazione che si sta seguendo: chiedersi se la remunerazione di un salario equo faccia o meno parte del costo di produzione, si traduce in un giudizio, da svolgere in via di assunto, circa la completezza degli elementi che compongono un mercato e, quindi, nella valutazione (eventuale) se alcune di esse non siano "necessariamente internalizzate".

Occorre, quindi, partire da una prospettiva di segno pratico e cercare di individuare un "catalogo" di esternalità positive e negative che si associano ad un'offerta (data dal semplice costo di produzione) e una domanda (data dalla disponibilità all'acquisto).

A ben vedere, si tratta di un esercizio non perseguito fino in fondo dalla letteratura economica e giuridica, correttamente indirizzata alla validazione di un modello teorico generale, senza considerare l'esistenza di un "catalogo" delle esternalizzazioni.

Nello stesso segno e accingendosi a formulare la prima conclusione, l'idea di prospettiva che si vuole evidenziare parte da un dato empirico.

Se si considera il mercato dell'*impact investing* (nel modello elaborato dal Global Impact Investing Network, 2014) questo si compone delle seguenti aree:

- a) Accesso alla finanza: piccole e medie imprese, microfinanza e microcredito.
- b) Accesso ai servizi di base: cibo, agricoltura, educazione, cultura, salute e abitazione.

- c) Green Technology: efficienza energetica, energia verde, gestione dei rifiuti.
- d) Sviluppo sostenibile del territorio e ambiente: recupero del territorio e bioedilizia;
- e) Prodotti di consumo sostenibili: cibo organico, produzioni a prezzo equo.

Ciascuno di questi mercati, se ben si considera, internalizza le esternalità più comuni del mercato. Così l'accesso alla finanza, determina una riduzione della povertà e dell'intervento statale a tutela delle fasce reddituali più basse. L'accesso ai servizi di base, determina una riduzione diretta della spesa pubblica per cultura, sanità, abitazione agevolata, come – in generale – una riduzione della spesa sanitaria per un più sano stile di vita e per una maggiore qualità dell'ambiente.

Le stesse considerazioni valgono per il mercato segmentato come “*green technology*” e per lo sviluppo sostenibile del territorio, come – infine – una gestione sostenibile della catena produttiva riduce le sperequazioni sociali e, quindi, il relativo costo pubblico derivante dal divario reddituale.

#### 8. *Prima conclusione: sostenibile è sinonimo di impact investing*

La prima conclusione a cui si giunge, dal dato empirico considerato, è quindi nel senso che il mercato *social impact* ha una vocazione connaturata a internalizzare le esternalità e restringere i casi tradizionalmente considerati come fallimenti del mercato, superando quindi le critiche principali del teorema di Coase. In altra prospettiva, i segmenti *social impact* sono maggiormente in grado di “descrivere” in modo compiuto i formanti (domanda e offerta) del mercato, tenendo conto in modo maggiormente compiuto dei costi e dei benefici che ad essi si associano.

Inoltre, alla luce dei principi europei del mercato, nonché di quelli costituzionali nazionali, si può affermare come un mercato a impatto sociale sia una forma di adempimento (l'unica ad oggi considerabile) agli obblighi posti dalla normativa di creazione di un mercato sostenibile e che, per altro aspetto, tutti i mercati dovrebbero essere “*social impact*” e come tutti gli operatori dovrebbero seguire le regole proprie di questo mercato.

Bisogna dar punto di altre definizioni presenti nel mercato, tra queste quelle di maggiore diffusione sono quelle elaborate dalla *Global Impact Investing Network* e dall'OCSE.

La prima di queste definizioni, più comune nel mercato finanziario, indica un investimento *impact* in “*un investimento fatto in società, organizzazioni e fondi con l'intento di generare un impatto sociale unitamente ad un ritorno economico*”; la definizione elaborata in sede OCSE prevede, invece, la concessione di un



finanziamento ad organizzazioni che soddisfano bisogni sociali con l'esplicita aspettativa di un ritorno sia sociale che economico.

Si tratta di due visioni pressoché identiche che mutano nella "linea di partenza": nella definizione GIIN la prospettiva è maggiormente focalizzata su tutti gli operatori economici, la definizione OCSE parte, ci pare, da un nuovo modello di impresa di terzo settore, in grado, astrattamente di produrre un profitto economico.

Queste due definizioni, tuttavia, rischiano o di rimanere eccessivamente ampie per assolvere un reale ruolo selettivo (come nel caso della definizione GIIN) o irragionevolmente restrittive (definizione OCSE).

Come visto *in incipit*, infatti, ogni impresa ha necessariamente un impatto sociale (se non altro in termini di riduzione del tasso di disoccupazione); mentre l'esclusione di soggetti che non perseguono, in via primaria, uno scopo sociale non pare ragionevole e sicuramente non attuale.

#### 9. Seconda conclusione: il ruolo del terzo settore nell'economia sostenibile

Il catalogo delle esternalità descritto al par. 7 sopra dimostra un altro dato di particolare importanza, ossia, la predominanza di operatori del terzo settore nelle industrie ad impatto sociale.

Sicuramente, tanto avviene per l'accesso ai servizi di base e anche per l'accesso alla finanza attraverso gli enti di micro credito. Per i prodotti di consumo sostenibile (produzioni organiche, in particolare) si assiste, invece, ad un'evoluzione verso l'adozione di tali modelli da parte di tradizionali operatori economici.

Altro settore ibrido è il recupero del territorio e della bioedilizia dove, a fianco di associazioni dedicate al recupero del territorio, ci sono le industrie focalizzate nell'edilizia a zero impatto ambientale.

Di particolare segno è poi il mercato della *green technology* affidato, quasi esclusivamente ad operatori economici non appartenenti al terzo settore e che vede, profilo interessante da un punto di vista finanziario, lo sviluppo di singoli progetti mediante la strutturazione di veicoli dedicati (spv) autori di emissioni di titoli di debito o di operazioni di *project finance*.

In una ideale piramide, quindi, il mercato dell'*impact investing* o dell'economia sostenibile vede un apice di ridotte dimensioni composto dalle imprese *profit* che adottano modelli di sostenibilità economica, di un numero rilevante (finanziariamente parlando) di veicoli che operano nel settore della *green technology*, e di una base, molto parcellizzata, composta dalle imprese del terzo settore.

## 10. Lo scontro tra domanda e offerta

Chiarito dunque che il terzo settore occupa una parte importante del mercato a impatto sociale, ci si aspetterebbe l'esistenza altresì di un mercato di finanziamento del terzo settore particolarmente sviluppato.

I dati di fatto, tuttavia, smentiscono questa aspettativa e se una delle ragioni dell'assenza di tale mercato potrebbe riscontrarsi nell'impossibilità per alcune società di distribuire utili, il punto merita qualche ulteriore riflessione, soprattutto nella prospettiva di fondare questo mercato.

In primo luogo, va chiarito che il divieto di distribuire utili non è in sé una ragione così forte per escludere l'esistenza del mercato: va infatti chiarita la distinzione tra un profitto soggettivo, oggetto del divieto legale, dal lucro oggettivo che, invece, può essere costituire il *free cash flow* destinato al rimborso di strumenti di debito o *quasi equity* (strumenti ibridi di patrimonializzazione).

Il secondo dato dello "scontro" tra domanda e offerta di *impact investing* si ritrae da un *gap* culturale tra mondo della finanza e industria del terzo settore.

Per l'elaborazione del presente lavoro si sono somministrati due distinti questionari indirizzati, rispettivamente, agli operatori finanziari e al mondo del terzo settore.

I questionari sono riprodotti nell'appendice del presente lavoro.

A livello metodologico, il questionario per gli intermediari è stato somministrato ai soci del Forum della Finanza Sostenibile <sup>(6)</sup>, con esclusione degli operatori per vocazione attivi nell'*impact investing*, mentre il questionario per i soggetti *no profit* è stato somministrato mediante consegna in due filiali di banche dedicate al terzo settore (Banca Prossima e Banca Etica), altri questionari sono stati lasciati presso LegacoopBund di Bolzano.

Il primo dato che evidenzia un fortissimo *gap* culturale risiede nel tasso di risposta: sui 39 soggetti a cui è stato inviato il questionario c.d. finanziario, hanno risposto 16 in un arco di 48 ore circa. Il questionario del terzo settore proposto a circa 53 soggetti è stato compilato da appena 2 realtà.

Si è anche quindi provveduto a sollecitare direttamente altre 5 associazioni e cooperative raggiungendo due ulteriori risposte.

La prima domanda posta nel questionario chiedeva di esprimere un giudizio, dal lato dell'investitore e dal lato dell'operatore del terzo settore, sull'offerta di strumenti *impact* e, di converso, sull'interesse di operatori finanziari per l'impresa *no profit*.

---

<sup>6</sup> <http://finanzasostenibile.it/i-soci/>

A questa domanda, gli operatori finanziari hanno espresso 8 risposte giudicando scarsa l'offerta e 6 sufficiente; mentre gli operatori del terzo settore hanno giudicato per lo più scarso l'interesse del mondo finanziario.

Questo dato conferma l'esistenza di due mondi che oggi non sono in grado di dialogare.

Nelle successive domande dei questionari si è cercato di capire le ragioni di questa assenza di dialogo cercando di comprendere meglio le aspettative degli investitori e la capacità per le imprese del terzo settore di venire incontro a queste aspettative.

E' emerso, quindi, che gli investitori giudicano sufficientemente vicina la finanza *impact investing* all'economia reale, che reputano importante la reportistica sugli investimenti, più della loro redditività; come anche la competenza del *management* delle società partecipate, piuttosto che del gestore del fondo e, anche, la liquidità degli strumenti.

Viene confermata anche la disponibilità ad investire in imprese del terzo settore (7 risposte positive).

Passando al versante delle imprese del terzo settore (pur nella non attendibilità del campione) si osserva che la partecipazione di investitori nelle imprese avviene sempre sotto forma di donazione, che non esiste un *chief financial officer* nell'organigramma né un soggetto (interno o esterno) incaricato della reportistica sull'impatto sociale.

Si ritiene, infine, che gli operatori finanziari non abbiano una corretta comprensione del terzo settore.

Il volume di fatturato dei soggetti che hanno risposto al questionario è inferiore a €1mln, benché alcuni dei progetti che si mirano a realizzare siano per importi superiori a due milioni di euro.

In via di conclusione, pare che l'assenza di incontro (e dialogo) tra domanda e offerta derivi da due fattori principali. Il primo è una non adeguata cultura finanziaria da parte del terzo settore, mentre il secondo è di carattere strutturale (e in parte conseguente al primo) e riguarda la dimensione economico-finanziaria degli enti.

#### 11. *Strumenti giuridici per un dialogo tra finanza e terzo settore*

Individuati dal questionario le ragioni dell'assenza di un mercato evoluto di finanziamento al terzo settore, si cercherà di capire quali possono essere gli strumenti finanziari in grado di soddisfare le esigenze della domanda (investitori) e dell'offerta (imprese no profit).

Per rispondere al quesito si considereranno le criticità evidenziate dall'industria *impact* sul mercato.

Come osservato, queste sono individuate nella a) scarsa liquidità dello strumento, b) in una non ottimale trasparenza nella misurazione dell'impatto sociale anche in ragione di una certa intermediazione tra domanda e offerta, c) in una scarsa fiducia nel *management* delle società partecipate.

Si tratta ora di chiedersi quali sono gli strumenti del mercato in grado di superare queste criticità per svolgere, nel paragrafo successivo, ulteriori considerazioni sugli strumenti offerti dalla legge sul terzo settore.

#### 11.1 *Impact bond* nella forma di *mini bond* e cambiali finanziarie.

Il primo degli strumenti che si presta a incontrare le esigenze degli investitori e che, d'altro canto, è in grado di essere strutturato anche da società appartenenti al terzo settore sono le cambiali finanziarie (legge 13 gennaio 1994, n. 43) e i c.d. "*mini bond*" (d.l. 22 giugno 2012, n. 83 e ss. mm.).

Questi strumenti finanziari possono essere emessi da tutti i tipi di società, incluse le cooperative e le mutue assicuratrici, con l'esclusione delle banche e delle micro imprese. Si tratta, quindi, di imprese con meno di 250 dipendenti, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR e/o il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR (<sup>7</sup>). Il limite minimo è costituito dalle micro imprese, ossia imprese con meno di 10 dipendenti e fatturato non superiore a €2mln.

Quello che, in sostanza, muta tra i due strumenti sono i diversi termini di *duration*: da 2 a 24 mesi per le cambiali finanziari, oltre i 18 mesi per i *mini bond*.

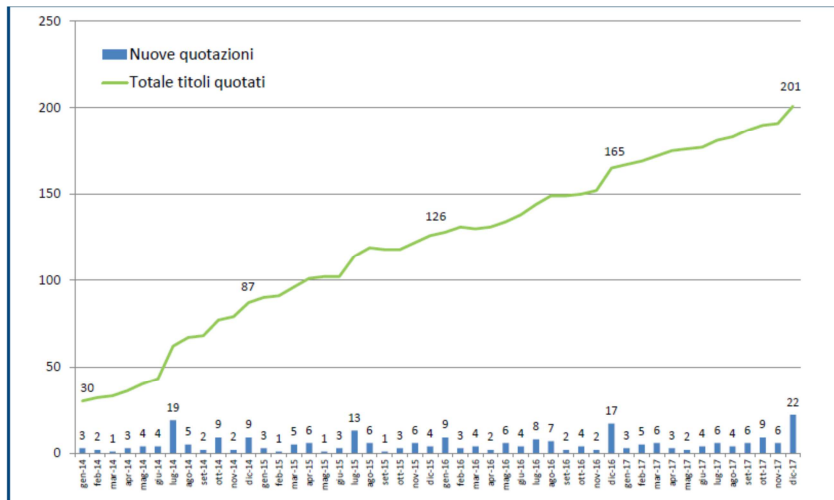
Le ragioni di adattabilità di questi strumenti al finanziamento del terzo settore risiedono in una pluralità di elementi.

In primo luogo, la necessità che questi strumenti siano quotati in sistemi multilaterali di negoziazione attribuisce agli strumenti un certo grado di **liquidità**. Così, con riferimento al mercato italiano, al 31 dicembre 2017 risultavano emessi nel segmento ExtraMot Pro 201 titoli (si veda la Figura 1.) emessi da 156 imprese, per un valore nominale complessivo di € 10,5 miliardi. Alla fine dell'anno precedente risultavano

---

<sup>7</sup> All'interno della categoria delle PMI, si definisce piccola impresa un'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo e/o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di EUR.

invece in quotazione 165 titoli emessi da 137 società per un valore nominale complessivo di € 6,2 miliardi <sup>(8)</sup>.



Inoltre, l'obbligo in caso di emissioni di cambiali finanziarie per gli sponsor di mantenere un interesse rilevante nell'operazione, nonché la possibile presenza di *liquidity provider* nelle emissioni tradizionali può innalzare ulteriormente la liquidità del mercato.

Con riguardo alla trasparenza e alla rendicontazione, anche di impatto sociale, l'emissione di questi tipi di strumenti richiede sia la certificazione del bilancio di esercizio, sia la presenza di uno *sponsor* in sede di emissione che di un *arranger*. Tali soggetti, in ragione della loro professionalità e riconoscibilità nel mercato, sono in grado di garantire una maggiore affidabilità delle informazioni rese all'investitore con un rapporto diretto tra investimento e *asset*.

Oltre questi due elementi, se è pur vero che la capacità del *management* delle imprese del terzo settore, nella percezione del mondo finanziario, non muta con l'emissione di un titolo di debito, è altresì verosimile che l'accompagnamento del *management* con *advisor* specializzati può essere una linea di partenza per il riavvicinamento dei due mondi.

Altro elemento di incentivazione ad una più evoluta cultura manageriale può derivare dalle clausole di partecipazione agli utili previste per le emissioni di questi tipi di strumenti. L'articolo 32 del dl 83/12 consente, infatti, la previsione di tali clausole strutturate con un *floor* dato dal tasso ufficiale di rendimento e una quota di utili come componente variabile. L'acquisto di tali obbligazioni potrebbe incentivare

<sup>8</sup> Osservatorio Minibond, *IV Report Italiano*, 2018, 20.

*arranger* e *advisor* a detenere parte degli strumenti nell'ambito di un controllo maggiormente efficiente sulla *governance* dell'emittente.

Non possono, infine, essere taciuti alcuni fattori di forte propulsione del mercato che ancor meglio di altre misure adottate per il terzo settore, ben si attagliano alla dimostrazione dell'ipotesi di questo lavoro.

In primo luogo, questi strumenti beneficiano della garanzia del fondo centrale di garanzia e possono essere considerati come attivi a copertura di riserve tecniche da parte di compagnie assicurative che nel mercato sono tra i principali *asset owner*.

Sono previsti, inoltre, importanti benefici fiscali quali la deducibilità degli interessi passivi e dei costi di emissione (per altro contenuti) e l'esenzione dalla ritenuta alla fonte.

Nella stessa prospettiva di agevolazione fiscale, se questi tipi di strumenti possono essere sottoscritti solo da investitori istituzionali, è anche ammesso dall'attuale orientamento dell'autorità fiscale che un loro *re-packaging* in un fondo dedicato possa costituire un *asset* eleggibile per i benefici dei piani individuali di risparmio <sup>(9)</sup>.

Non va da ultimo dimenticato come questi strumenti hanno un elevatissimo grado di standardizzazione del mercato da consentirne l'acquisto da parte anche di investitori sovranazionali (Banca Europea degli Investimenti e Fondo Europeo degli Investimenti) nell'ambito delle loro politiche di supporto all'economia sociale.

#### 11.2 Titoli di solidarietà

Il dlgs. 117/17 all'articolo 77 ha poi previsto la figura dei titoli di solidarietà che, all'attuazione del decreto ministeriale, dovrebbe intervenire più sul versante fiscale a disciplinare i fenomeni attualmente presenti nel mercato di emissione di *social impact bond* da parte delle banche.

La struttura, in questa fattispecie, non vede un collegamento diretto tra emittente e investitore, ma l'intermediazione necessaria di una banca che, emettendo questi titoli di solidarietà ricava la provvista necessaria per finanziare le imprese sociali e per erogare altre liberalità.

Il beneficio fiscale principale si sostanzia in un credito di imposta pari al 50% delle liberalità effettuate attraverso la raccolta.

---

<sup>9</sup> In prevalenza legati all'esenzione dalle imposte di successione e da una parziale inapplicabilità delle imposte sui redditi cfr. Agenzia delle Entrate, Circolare 3/E, 26 febbraio 2018 in [agenziaentrate.gov.it](http://agenziaentrate.gov.it).

Alla banca è poi fatto divieto di praticare le commissioni di collocamento e il rendimento del titolo deve essere contenuto in un *range* compreso tra le operazioni analoghe della banca e il rendimento dei titoli di stato con durata simile.

Rispetto agli strumenti prima esaminati, va osservato come l'intermediazione della banca non sia in sé garanzia di una reportistica e di una misurazione efficiente dell'impatto sociale.

I limiti economici posti poi all'emissione in punto di *pricing* e di commissione di collocamento rendono poco appetibile l'operazione anche per la banca stessa.

Certo l'emissione di questo tipo di strumenti si presta a facilitare una raccolta presso il pubblico *retail*, ma difficilmente supera i temi della trasparenza, della vicinanza della finanza all'economia reale e della solidità dell'investimento che anche un investitore non istituzionale considera.

## 12. Conclusioni

Le considerazioni svolte nei paragrafi precedenti dimostrano come nell'attuale sistema normativo esistano strumenti in grado di far dialogare il terzo settore con il mondo della finanza.

In particolare, gli strumenti di debito e strumenti ibridi di patrimonializzazione consentono ad oggi un finanziamento alternativo al finanziamento bancario e alle donazioni, capace di offrire maggiore trasparenza agli investitori e di innalzare il livello di *performance* ed efficacia dell'investimento.

L'adozione di questi strumenti richiede, sicuramente, un passaggio culturale da parte del *management* degli enti del terzo settore nella duplice prospettiva della conoscenza degli strumenti del mercato dei capitali e della disponibilità ad un accompagnamento da parte di operatori finanziari (*arranger* e *advisor*, in primo luogo).

D'altro canto, un'ipotesi di intervento finanziario sarà possibile solo qualora il progetto finanziato abbia la capacità di produrre un reddito sufficiente al rimborso dell'investimento, restando quindi precluso un intervento privato in settori nei quali il *cost bearer* dell'esternalità resti l'ente esponenziale della collettività.

Francesco M. Stocco<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Francesco M. Stocco, dottorato in ricerca U. Natoli, Finance & Sustainability, per commenti [fstocco@finandsust.eu](mailto:fstocco@finandsust.eu)

## Appendice

Egregi Dottori,

vi preghiamo di completare questo breve questionario senza consultare materiale e sulla base della Vostra personale opinione.

### Nota bene:

1. Le informazioni che fornirete saranno utilizzate esclusivamente per **scopi scientifici** ed espressamente esclusa ogni finalità di promozione o indagine di mercato.
2. Le informazioni che fornirete dovranno intendersi riferite esclusivamente alla **Vostra opinione** e non potranno essere lette, salvo diversa indicazione, come volontà o l'opinione del Vostro ente di appartenenza.
3. Le risposte potranno essere inoltrate in modo **anonimo o con indicazione del loro autore**, sarà nostra cura non ricollegare il questionario al mittente delle email inviate.
4. Dopo la raccolta dei dati, ogni informazione sarà **distrutta**.
5. Vi preghiamo di rispondere a [fstocco@finandsust.eu](mailto:fstocco@finandsust.eu) anche restituendo un documento manoscritto.

### 1) Per la sua esperienza, come giudica da un punto di vista qualitativo l'offerta di strumenti *social impact*?

<input type="checkbox"/> Scarsa	<input type="checkbox"/> Sufficiente	<input type="checkbox"/> Buona	<input type="checkbox"/> Molto buona
---------------------------------	--------------------------------------	--------------------------------	--------------------------------------

### 2) Con quale definizione di *impact investing* si trova maggiormente concorde?

- un investimento fatto in società, organizzazioni e fondi con l'intento di generare un impatto sociale unitamente ad un ritorno economico;
- un investimento filantropico a bassa o assente redditività;
- un investimento in società, organizzazioni e fondi che adottano politiche aziendali e industriali capaci di internalizzare le esternalità negative o positive della loro azione economica in modo oggettivamente misurabile.

### 3) Ritieni che le *benefit corporation* possano far parte di una strategia di *asset allocation* di un fondo *impact*?

- SI
- No

### 4) Quanto giudica vicina, in termini di trasparenza e di livello di intermediazione, la finanza all' "economia reale" nella finanza *impact investing*?



<input type="checkbox"/> Poco	<input type="checkbox"/> Sufficientemente	<input type="checkbox"/> Molto	<input type="checkbox"/> Moltissimo
-------------------------------	---	--------------------------------	-------------------------------------

**5) Quali sono, secondo Lei, gli elementi di criticità nel settore dell'*impact investing*?** (per ogni categoria indicare un numero da 1 (poco critico) a 5 (molto critico)).

a) trasparenza nella reportistica dell'impatto sociale

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

b) redditività

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

c) competenza del gestore del fondo

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

d) competenza del *management* delle società oggetto del portafoglio

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

e) liquidità degli strumenti

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

**6) Investirebbe in un fondo con una strategia di investimento focalizzata in** (indicare un numero da 1 a 5 dove 1 indica una scarsa propensione, 5 massima propensione).

a) imprese sociali ed enti del terzo settore

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

b) società cooperative

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

c) *benefit corporation* con bassa media capitalizzazione (SME)

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

7) **Quali sono le sue esigenze nell'investimento in un prodotto impact?**  
(indicare la rilevanza con un giudizio da 1 a 5)

a) Trasparenza nella reportistica

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

b) Liquidità dello strumento

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

c) Innovatività dell'investimento

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

d) Professionalità del *management* dell'entità finanziata.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

Egregi Dottori,

vi preghiamo di completare questo breve questionario senza consultare materiale e sulla base della Vostra personale opinione.

**Nota bene:**

6. Le informazioni che fornirete saranno utilizzate esclusivamente per **scopi scientifici** ed espressamente esclusa ogni finalità di promozione o indagine di mercato.
7. Le informazioni che fornirete dovranno intendersi riferite esclusivamente alla **Vostra opinione** e non potranno essere lette, salvo diversa indicazione, come volontà o l'opinione del Vostro ente di appartenenza.
8. Le risposte potranno essere inoltrate in modo **anonimo o con indicazione del loro autore**, sarà nostra cura non ricollegare il questionario al mittente delle email inviate.
9. Dopo la raccolta dei dati, ogni informazione sarà **distrutta**.
10. Vi preghiamo di rispondere a [fstocco@finandsust.eu](mailto:fstocco@finandsust.eu) anche restituendo un documento manoscritto.

**3) Per la sua esperienza, come giudica l'interesse di operatori finanziari per la sua realtà?**

<input type="checkbox"/> Scarso	<input type="checkbox"/> Sufficiente	<input type="checkbox"/> Buono	<input type="checkbox"/> Molto buono
---------------------------------	--------------------------------------	--------------------------------	--------------------------------------

**4) Nella sua realtà è attualmente presente la partecipazione di investitori finanziari nel capitale sociale o in particolari progetti?**

- SI**  **NO**

**5) Se si, in quale forma:**

- Donazione o altra forma di finanziamento a fondo perduto (incluse sponsorizzazioni)
- Capitale o classi di capitale
- Finanziamento ordinario
- Finanziamento Strutturato (emissione di obbligazioni o strumenti finanziari).

**6) Con quale definizione di *impact investing* si trova maggiormente concorde?**

- un investimento fatto in società, organizzazioni e fondi con l'intento di generare un impatto sociale unitamente ad un ritorno economico;
- un investimento filantropico a bassa o nulla redditività;
- un investimento in società, organizzazioni e fondi che adottano politiche aziendali e industriali capaci di internalizzare le esternalità negative o positive della loro azione economica in modo oggettivamente misurabile.

**5) Nella sua realtà è presente un *chief financial officer*?**

- SI
- No

**6) La sua realtà adotta sistemi di rendicontazione dell'impatto sociale:**

- SI
- NO

**7) Se sì, viene utilizzato un valutatore esterno?**

- SI
- NO

**8) ABS indica**

- l'associazione delle banche sostenibili in via di costituzione in seno all'ABI
- strumenti finanziari

**9) Per management fee si intende:**

- una commissione che un investitore paga ad un gestore di un fondo per l'attività di gestione
- una commissione che un'impresa paga ad un investitore a titolo di istruttoria e gestione dell'investimento

**10) Nel suo giudizio, un operatore finanziario o un soggetto operante nel settore profit ha generalmente una comprensione del terzo settore** (indicare un numero da 1 a 5 dove 1 indica una scarsa comprensione, 5 massima comprensione).

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

**11) Quanti investimenti o progetti realizza la sua realtà nell'arco di un anno mediante finanziamenti o investimenti di terzi?**

Da 1 a 3	Da 3 a 6	Da 7 a 10	Da 10 a 15	Oltre 15
----------	----------	-----------	------------	----------

**12) Il vostro volume di fatturato è**

Inferiore a 1mln€	Tra 1 e 2 mln€	Tra 2 e 10 mln€	Tra 10 e 50 mln	Oltre 50 mln€
----------------------	-------------------	--------------------	--------------------	------------------