

**Terzo Quaderno di approfondimento 2016**  
Welfare e Investimenti a 360 gradi

Investimenti a impatto sociale:  
analisi e opportunità

*A cura di Assoprevidenza e di Itinerari Previdenziali*

Coordinamento Scientifico

*Dott.ssa Laura Crescentini*  
*Dott. Edoardo Zaccardi*





Terzo Quaderno di approfondimento 2016  
Welfare e Investimenti a 360 gradi

## Investimenti a impatto sociale: analisi e opportunità

**A cura di Assoprevidenza e di Itinerari Previdenziali**

**Coordinamento Scientifico**

*Dott.ssa Laura Crescentini  
Dott. Edoardo Zaccardi*

*Contributors*

Alberto Brambilla  
Sergio Corbello

*Presidente Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali  
Presidente Assoprevidenza*

Alessandro Bugli  
Enrico Camerini  
Simone Castello  
Guido Cisternino  
Anton Giulio D'Amato  
Davide Dal Maso  
Alessandra Franzosi  
Marco Gerevini  
Fabio Marchetti  
Pasquale Merella  
Paolo Novati  
Felice Damiano Torricelli

*Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali  
Head of Institutional Clients iShares Italy  
Responsabile Centro Studi sulla Filantropia Strategica Fondazione Lang Italia  
Responsabile Enti, Associazioni e Terzo Settore UBI Banca  
Institutional Sales Italy & Mediterranean Countries Union Bancaire Privée  
Partner Avanzi  
Head of Pension Funds & Asset Owners Borsa Italiana - Capital Markets at LSEG  
Consigliere Delegato e Direttore Fondazione Housing Sociale  
Direttore Centro di Ricerca per il diritto di impresa (CERADI) Luiss Guido Carli  
Risk Manager Quadrivio Capital SGR  
Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali  
Presidente Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza per gli Psicologi (ENPAP)*

*La redazione del presente Quaderno è stata possibile grazie al sostegno di*



## INDICE

**Prefazione - A. Brambilla** ..... VII

**Prefazione – S. Corbello** ..... X

## **L'INVESTIMENTO A IMPATTO SOCIALE: UNA POSSIBILITA' SEMPRE PIU' CONCRETA**

<b>1. Finanza sociale e impact investing – M. Gerevini</b> .....	15
1.1 Introduzione .....	15
1.2 Gli strumenti e gli investitori .....	15
1.3. L'impact investing .....	16
<b>2. Social impact investing: qualche numero – Paolo Novati</b> .....	19
<b>3. Social Impact Investing: macrotrend e opportunità per i principali player. Un grande potenziale al banco di prova della valutazione dell'impatto sociale – Simone Castello</b> ..	23
3.1 I megatrend favorevoli alla crescita del Social Impact Investing .....	24
3.2 Diversi player e obiettivi .....	26
3.3 La sfida della valutazione dell'impatto sociale.....	29
<b>4. Cresce l'attenzione dei mercati ai temi ESG &amp; di sostenibilità: cosa le Borse stanno facendo per accompagnare questo cambiamento – A. Franzosi</b> .....	33
4.1 Contesto e ruolo degli <i>Asset Owners</i> .....	33
4.2 Mappatura degli approcci di investimento SRI & <i>impact investing</i> .....	34
4.3 Un tema in evoluzione .....	34
4.4 L'Agenda di Borsa Italiana .....	35
<b>5. L'investimento che si fa sociale, senza perdere di profittabilità – A. Bugli</b> .....	38
<b>6. Social impact investment e fisco: un approccio di principio – F. Marchetti</b> .....	43
<b>7. I Social Impact Bonds. Natura, funzionamento, criticità – D. Dal Maso</b> .....	46

## L'ESPERIENZA CONCRETA: ISTITUZIONI E OPERATORI

<b>8. Gli investimenti a impatto sociale dal punto di vista delle Casse di previdenza dei professionisti – F. D. Torricelli.....</b>	<b>59</b>
<b>9. L'approccio di Quadrivio Capital all'impact investments: opportunità e prospettive – P. Merella .....</b>	<b>63</b>
9.1 L'approccio all'impact investment .....	63
9.2 L'esperienza di Quadrivio Capital SGR sull'Impact Investment .....	64
9.3 Profili di rischio-rendimento dell'investimento in microfinanza a livello globale, quali opportunità e prospettive in Italia?.....	66
<b>10. UBI Comunità: l'esperienza di un intermediario bancario – G. Cisternino .....</b>	<b>68</b>
<b>11. Portare la <i>convexity</i> in un contesto di sostenibilità – A.G. D'Amato .....</b>	<b>72</b>
11.1 Investment case: l'impegno di Eni per lo sviluppo sociale e i suoi programmi a contenuto locale (con il contributo del Gestore partner di UBP, La Banque Postale Asset Management).....	74
11.2 Promozione dello sviluppo sociale ed economico .....	75
11.3 Fornire energia per promuovere lo sviluppo .....	76
11.4 Il rispetto per gli standard e la prevenzione delle violazioni dei diritti umani.....	78
<b>12. La corsa dei mercati verso la sostenibilità – E. Camerini .....</b>	<b>79</b>
12.1 Le proposte di BlackRock .....	81
<b>Postfazione – E. Zaccardi .....</b>	<b>LXXXV</b>

## APPENDICE NORMATIVA

• Legge delega 6 giugno 2016, n. 106.....	90
---	----

## Prefazione

Alberto Brambilla

Si usa dire che la *finanza a impatto sociale* sia una delle nuove frontiere d'investimento, ma coniugare un risultato sociale positivo con un altrettanto positivo ritorno economico è un antico modello che in Italia ritroviamo dalla fine del XVIII secolo, e che produsse grandi effetti sociali fino a che il *welfare state* non pretese di assolvere al 100% i bisogni dei cittadini. Ricordiamo le meritorie (paternalistiche secondo alcune definizioni sociologiche) azioni dei (per citarne solo alcuni) Crespi, dei Marzotto, dei Pirelli e del grande pioniere Adriano Olivetti a cui Itinerari Previdenziali ha dedicato una mostra e un volume<sup>1</sup>. Tutti investitori finanziari ma anche sociali con effetti sui territori di riferimento (compito ora svolto al meglio dalle Fondazioni di origine bancaria), sulle comunità, sulle famiglie e i lavoratori con realizzazione di infrastrutture, scuole, ospedali, biblioteche e attività di comunità. Attività sociali con effetti positivi e misurabili e con altrettanti effetti positivi e misurabili in termini di fedeltà all'azienda, produttività, drastica riduzione delle assenze comprese quelle per infortuni e malattie. Modelli quindi replicabili sia da gestori specializzati, che raccolgono risorse da fondi pensione di primo e secondo livello sia da aziende come i casi citati nel testo di Coca Cola e Unilever; quindi investimenti diretti o indiretti tramite gestori.

In un mondo globalizzato e sempre più competitivo, con problemi di transizione demografica (invecchiamento della popolazione) nei Paesi ad economie mature, i finanziamenti "caritatevoli", le erogazioni a fondo perduto e gli interventi pubblici saranno sempre meno disponibili e dovranno essere progressivamente rimpiazzati da investimenti con ritorno sociale ma anche finanziario. Del resto se ci pensiamo bene, la gran parte del cosiddetto "non profit" un poco profit lo deve essere almeno per pagare il personale, le spese di funzionamento, gli investimenti e così via. La stessa cosa accadrà nel welfare state, il "*benessere sociale*" per dirla con Lord Beveridge che vedrà investitori privati impegnati nel welfare "complementare". Per questo penso che la definizione del GIIN andrebbe ampliata a "*tutto ciò che produce benessere sociale, che mitiga i "rischi", attenua i "bisogni", riduce le disuguaglianze sociali* (quando ciò sia possibile per via delle radici e delle tradizioni di quei popoli)". Il tutto senza le esagerazioni di Oxfam secondo cui nel 2016 (perché proprio il 2016, sembra la maledizione dei Maya) l'1% della popolazione deterrà il 99% della

---

<sup>1</sup> La mostra "*Una nuova formula di welfare mix: un ritorno a Adriano Olivetti*" è stata realizzata nel maggio 2012 in occasione della seconda Giornata Nazionale della Previdenza. La rassegna mette in luce la storia, il ruolo attuale e la possibile evoluzione futura delle iniziative di welfare integrativo. Le fotografie dell'esposizione e i contenuti sono disponibili sul sito: <http://www.giornatanazionaledellaprevidenza.it/la-mostra-gnp2012.html>

ricchezza; affermazione che pare francamente opinabile e non riferibile ai modelli occidentali (chi valuta la ricchezza/felicità degli aborigeni, delle popolazioni africane? Come si fa a calcolare la ricchezza in presenza di regimi dittatoriali o legati a tradizioni storiche o a colpi di stato o a monarchie assolute; che senso ha fare questi calcoli, ad esempio per il Venezuela, il cui regime ha trasformato uno dei Paesi più ricchi in uno tra i più poveri? Ricordiamoci che tutte le volte che abbiamo voluto portare la “democrazia” (la nostra però) e i nostri “canoni” in molti Paesi, abbiamo prodotto più danni che benefici e comunque più povertà e miseria. Un poco di modestia su queste affermazioni sarebbe utile.

Tuttavia l’elenco degli obiettivi sociali è ampio e innegabile e richiede una forte innovazione sociale e finanziaria ed anche uno sguardo benevolo del fisco in termini di agevolazioni fiscali come negli USA. Del resto coniugare “sociale e business” non è così difficile come abbiamo cercato di dimostrare nel precedente quaderno dedicato alle RSA<sup>2</sup>. I campi dello sviluppo sociale, della riduzione dei rischi (malattie, alimentazione, lavoro), della mitigazione dei bisogni (strutture per anziani, acqua, energia), della riduzione delle disuguaglianze (ma definirei meglio, “dell’inclusione sociale”), sono moltissimi e con grandi possibilità di coniugare rendimenti apprezzabili (si vedano i risultati delle pubblicazioni del GIIN in collaborazione con J. P. Morgan e quanto riportato dai gestori finanziari che hanno contribuito al presente Quaderno) con positivi successi sociali (che divengono rendimenti addizionali nel caso del *pay for success*).

Ovviamente in tema di riduzione delle disuguaglianze, ogni idea di progressività fiscale o di patrimoniale o altri prelievi per finanziare progetti sociali (evidenziata nel presente testo), oltre ad essere opinabile, non può prescindere da una "ferrea" implementazione della "prova dei mezzi", non solo economici ma anche dell'impegno del richiedente a provvedere a se stesso e ai suoi familiari, assolutamente assente nel nostro Paese, dove tutte le prestazioni assistenziali si basano sulla "parola", cioè su quanto dichiara il soggetto. È ovvio che in un Paese come il nostro, con una stima di evasione fiscale pari a oltre il 25% del Pil, queste prassi sono assai pericolose.

Dunque green economy (acqua, energie rinnovabili), white economy (servizi alla persona, RSA, sanità) ma anche agricoltura, silvicoltura e preservazione di boschi e foreste, biodiversità, parchi nazionali, riduzione della criminalità in determinate aree, sono campi in cui l’innovazione sociale e finanziaria, magari con qualche agevolazione in termini di tassazione dei rendimenti dopo aver misurato gli effetti sociali e quelli sui bilanci pubblici, già ora in modo pragmatico e forse un poco

---

<sup>2</sup> Primo Quaderno di approfondimento Assoprevidenza-Itinerari Previdenziali “La residenzialità per gli anziani: possibile coniugare sociale e business?”, 2016, disponibile sul sito: <http://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/biblioteca/pubblicazioni/quaderno-di-approfondimento-rsa.html>

al di fuori delle rigide definizioni, si sta esercitando. Compito di tutti (Governo, parti sociali, attori finanziari e attori sociali) è quello di creare le premesse pratiche per uno sviluppo degli investimenti a impatto sociale.

Assoprevidenza e Itinerari Previdenziali continueranno a fare la loro parte.

## **Prefazione**

*Sergio Corbello*

Il tema della finanza a impatto sociale, “seducente” per la connotazione di meritevolezza che la contraddistingue, negli ultimi tempi è divenuto oggetto di un crescente interesse da parte degli *stakeholder*. La circostanza autorizza a ritenere che questa tipologia di investimento, da tema di nicchia qual era, nell'immediato futuro possa diventare, a tutti gli effetti, un macro *trend* degli investimenti, così com'è avvenuto, ad esempio, per gli impieghi *green* o *ESG* in genere.

L'accresciuta attenzione verso pratiche volte a coinvolgere capitali privati in iniziative di “innovazione sociale”, con l'obiettivo di contribuire a un nuovo modello di economia, in cui vi sia spazio per una redistribuzione di benefici a più ampio spettro, si fonda sulla consapevolezza delle reali opportunità di *business* aperte da alcuni indirizzi generali socio-economici in atto a livello globale: l'apertura di nuovi mercati volti a rispondere alla domanda di fasce di popolazione sinora escluse, in ragione della difficile situazione economica, il consolidarsi della *green economy*, la necessità di assortire e implementare nuove coperture di *welfare*, anche favorendo sinergie pubblico-privato, che consentano di compensare le crescenti difficoltà dei sistemi pubblici, sono soltanto alcuni dei processi *in itinere*, rilevanti sul piano degli investimenti a impatto sociale. Ne sono conferma i dati diffusi dal rapporto 2016 del *Global Impact Investing Network (GIIN)*, che rileva, già per il 2015, un investimento in questo segmento, a livello mondiale, di oltre 15 miliardi di dollari, con la previsione di un *trend* di crescita per il 2016 del 16%.

Da questo interesse è nato il progetto, sviluppatosi nel 2013 in ambito G8 - su iniziativa della presidenza britannica - che ha portato alla costituzione della *Social Impact Investment Taskforce* e dei relativi *Advisory boards* nazionali, con l'obiettivo di promuovere lo sviluppo degli investimenti a impatto sociale e di armonizzarne la crescita nei paesi coinvolti. Questa iniziativa ha condotto, nel 2016, alla costituzione nel nostro Paese dell'*Associazione Social Impact Agenda* con la *mission* di dare continuità all'esperienza dell'*Advisory board* italiano.

Nel contesto sopra succintamente richiamato, è innegabile che gli impieghi a impatto sociale possano giocare un ruolo di primo piano con riferimento agli investitori del comparto previdenziale (fondi pensione e casse di previdenza dei liberi professionisti), che appaiono ormai pronti a recepirli. Ma affinché l'auspicato “salto di qualità” dell'investimento a impatto sociale si concretizzi e divenga obiettivo credibile delle strategie di investimento, occorre che siano sciolti alcuni nodi fondamentali.

In primo luogo va fatta chiarezza sul concetto stesso di impatto sociale. Un sicuro punto di riferimento è la definizione del citato *GIIN*, secondo la quale “*gli impact investments sono investimenti in imprese sociali, organizzazioni e fondi finanziari realizzati con l’intenzione di generare un impatto sociale misurabile insieme a un ritorno finanziario*”. Rispetto ad approcci di investimento responsabili, etici, SRI e similari, che si fondano sulla volontà del rispetto dei valori ambientali, morali e/o sociali, l’impiego a impatto sociale si contraddistingue, dunque, per l’intenzione esplicita di generare un impatto (sociale, per l’appunto) positivo misurabile, senza rinunciare a produrre, al contempo, un ritorno accettabile per l’investitore. Insieme all’intendimento di realizzare miglioramenti socialmente rilevanti e rilevabili quantitativamente, il fattore della misurazione del risultato (sotto il profilo dell’*outcome* oltre che dell’*output*) si configura, quindi, come uno degli elementi qualificanti di questa forma di investimento.

Altro profilo chiave è rappresentato dalla possibilità di disporre di impieghi caratterizzati da un equilibrato rapporto rischio/rendimento atteso. Siffatto rapporto deve essere garantito anche in caso di utilizzo di strumenti di finanza a impatto sociale. Ciò, in particolare, per i potenziali investitori del comparto previdenziale. Non bisogna mai dimenticare, infatti, che i fondi pensione e le casse di previdenza professionali perseguono essi stessi un obiettivo sociale, che costituisce la loro *mission* istituzionale: costruire per i propri iscritti un adeguato trattamento pensionistico, sia esso di primo o di secondo pilastro, giusta le previsioni della Carta costituzionale.

In materia, un elemento di problematicità investe il lato della domanda. Il tema della tradizionale diffidenza delle imprese italiane nei confronti dei mercati finanziari e la riluttanza ad “adattare” la propria *governance* in maniera coerente con i requisiti richiesti dai mercati finanziari assume contorni ancora più rilevanti nel caso delle imprese sociali, che presentano profili organizzativi e di *governance* certamente di non poca rilevanza. In quest’ambito è auspicabile che il decreto legislativo di attuazione della legge delega n. 106/2016, di riforma del terzo settore, definisca un disegno organizzativo del comparto in senso favorevole all’investimento.

Da ultimo, non va dimenticato che uno degli attori principali, almeno per alcune tipologie di investimento a impatto sociale (*Social Impact bonds*, *Pay for results*) è il settore pubblico, le cui regole contabili sono spesso incompatibili con le caratteristiche tecniche dell’impiego in parola.

Tutto ciò premesso, emerge con chiarezza come si tratti di una tipologia di investimento di una certa complessità e questo spiega perché, allo stato, la sua diffusione sia oggettivamente inferiore all’interesse mostrato e alle aspettative coltivate dai potenziali investitori. Una delle principali sfide consiste, quindi, nel favorire il processo di sviluppo di iniziative nel comparto. A tal fine,

muovendosi nel solco delle 40 raccomandazioni formulate dall'*Advisory Board* Italiano della citata *Task Force*, occorre:

- favorire l'incontro fra domanda e offerta, sia promuovendo la conoscenza e lo scambio di informazioni circa le pratiche innovative già operanti, sia agevolando il confronto fra i diversi attori, al fine di individuare concrete aree di convergenza, anche in funzione dell'attivazione di progetti specifici;
- sensibilizzare i decisori politici per la definizione di un corretto *framework* favorevole al *Social Impact Investment*, monitorando il quadro normativo vigente e i suoi sviluppi futuri, onde rimuovere eventuali barriere legislative all'operatività nel comparto e, al contempo, evitare nuovi interventi suscettibili, paradossalmente, di disincentivarne lo sviluppo.

Assoprevidenza e Itinerari Previdenziali intendono farsi parte attiva di questo processo di "promozione" e il Quaderno rappresenta il primo passo in tal senso.

Il Quaderno, che fa seguito al *workshop* organizzato a Roma il 22 giugno 2016, riassumendone e ampliandone i contenuti, raccoglie i contributi di diversi e qualificati operatori del settore – che ringrazio tutti per la disponibilità dimostrata - nell'intento di fornire una prima panoramica dei diversi punti di vista, mantenendo però il *focus* sulla problematica della coerenza dell'impiego a impatto sociale con la logica dell'investitore previdenziale.

La tappa successiva sarà rappresentata dall'attivazione di un Tavolo di lavoro. Quest'ultimo, attraverso un opportuno "scambio di idee" deve realizzare un approfondimento della tematica che, ponendo particolare attenzione alle esigenze degli investitori previdenziali, ai fini della decisione circa l'inserimento sistematico dell'investimento a impatto sociale negli impieghi, consenta di realizzarne l'auspicato passaggio da "forte *interesse*" a "*scelta effettiva*".

Quanto sopra, si rileva, in chiave strettamente tecnica (com'è consuetudine di Assoprevidenza e Itinerari Previdenziali), nel rigoroso rispetto della funzione "politica" dei diversi attori del comparto, ma nella salda convinzione che non vada trascurata ogni opportunità di conseguire quel processo d'innovazione sociale oramai indispensabile, per un sistema di *welfare* moderno ed efficace.

**L'INVESTIMENTO A IMPATTO SOCIALE:  
UNA POSSIBILITÀ SEMPRE PIÙ  
CONCRETA**



# **1. Finanza sociale e impact investing**

*Marco Gerevini*

## **1.1 Introduzione**

Il termine Finanza Sociale si riferisce al processo di reperimento delle risorse monetarie da parte di organizzazioni, progetti o individui impegnati a soddisfare un fabbisogno sociale. In questo senso, la finanza sociale comprende sia il reddito che le organizzazioni generano per coprire i loro costi, sia le risorse che ricevono al fine di crescere e svilupparsi.

La finanza sociale si compone di tre elementi interconnessi: strumenti, investitori e soggetti finanziati. Il carattere distintivo della finanza sociale deriva principalmente dalle caratteristiche dei soggetti finanziati, ma anche dalle caratteristiche degli investitori (in particolare i loro rendimenti attesi) e degli strumenti.

La finanza sociale è quindi distinta dalla finanza commerciale tradizionale, perché (a) le aspettative di rendimento sono diverse per gli investitori che si aspettano un ritorno sociale (soddisfacimento di un bisogno o risoluzione di un problema sociale) e perché (b) le organizzazioni/individui che ricevono gli investimenti hanno obiettivi principalmente sociali prima ancora che commerciali (rispondono ad un bisogno sociale o alla sfida risolvere un problema sociale).

## **1.2 Gli strumenti e gli investitori**

Nel complesso, non esiste uno strumento di finanza sociale predominante. I principali mezzi di finanziamento per le organizzazioni sociali in Europa sono i finanziamenti pubblici, i redditi generati, le sovvenzioni e le donazioni. Nessuno di questi può essere definito strumento di investimento in senso stretto (anche se ovviamente tutti costituiscono i flussi di capitale per le organizzazioni sociali).

In tutti i paesi, con il perdurare della crisi economica e le politiche fiscali sempre più restrittive, il rapporto tra sovvenzioni pubbliche e reddito generato è cambiato e si sta sempre più spostando verso il reddito, con le organizzazioni sociali che cercano di trovare un equilibrio finanziario autosostenibile. Gli strumenti d'investimento necessari per avviare le attività o espanderle, come i prestiti o le partecipazioni, sono piuttosto rari, con la Germania e il Regno Unito che fanno eccezione per prestiti bancari sociali e per nuovi strumenti finanziari, come Crowdfunding, Social Impact Bonds, ecc.

La crescente scarsità di risorse del settore pubblico ha portato ad una maggiore pressione sulle organizzazioni sociali per renderle meno dipendenti su un unico flusso di reddito e di finanziamento. Ciò rappresenta uno stimolo esterno ad allontanarsi dai soli modelli tradizionali di reperimento risorse, diversificando le proprie fonti di reddito e di finanziamento.

Anche i finanziatori/investitori stanno cercando di differenziare i propri strumenti di investimento. Nel 2000 erano pochissime le organizzazioni sociali (e.g. fondazioni) impegnate in strumenti che non fossero *grant*. Oggi la presenza di una gamma molto più ampia di opzioni - prestiti, *quasi-equity*, nonché *mission related investment*, sta assumendo un ruolo sempre crescente e importante nelle strategie di intervento di questi soggetti.

### **1.3 L'impact investing**

#### **1.3.1 Che cos'è l'impact investing**

Con l'espressione "impact investing" ci si riferisce a quella finanza che sostiene investimenti legati ad obiettivi sociali misurabili e in grado, allo stesso tempo, di generare un ritorno economico per gli investitori. Nel connubio tra obiettivo sociale e ritorno economico, e nella qualificazione del relativo *trade-off*, si rintraccia, pertanto, la specificità di questo nuovo segmento di *business*.

La finanza a impatto sociale si genera dall'intenzionalità di collocare attivamente risorse finanziarie in progetti, imprese e fondi di investimento che generano benefici sociali misurabili, compatibili con un rendimento economico da assicurare all'investitore. Nella finanza a impatto sociale il *driver* è costituito dall'obiettivo sociale, mentre le architetture finanziarie sono implementate al fine di rendere quell'obiettivo sostenibile e remunerativo.

L'*impact finance* può essere declinata raggiungendo diversi gradi di equilibrio tra le tre componenti che la caratterizzano: impatto sociale, livello di rendimento e livello di rischio in capo all'investitore.

All'interno dello spettro del *continuum* dell'impatto, ai cui estremi troviamo le donazioni a fondo perduto e gli investimenti SRI, l'investimento a impatto sociale si colloca in quella "terra di mezzo" dove l'obiettivo e la volontà di creare un impatto sociale positivo acquistano altrettanta importanza rispetto alle valutazioni di ordine economico e finanziario dell'investitore.

L'investimento a impatto sociale trova un suo spazio sia in interventi diretti, sia nella necessità di sostenere in un'ottica addizionale quelle organizzazioni sociali impegnate nell'innovazione e nello sviluppo delle comunità, che altrimenti non avrebbero la possibilità di svilupparsi. Si tratta, in sostanza, di generare un potenziale vettore di crescita per l'economia.

Nel Regno Unito *in primis*, ma anche in altri Paesi europei, gli investimenti a impatto si stanno configurando anche come una piattaforma di sperimentazione per la costruzione di *partnership* pubblico-privato, nell'ambito delle quali gli investitori privati si mostrano disponibili a investire risorse per finanziare progetti a contenuto sociale. Il risparmio ottenuto dal settore pubblico nel conseguimento dell'obiettivo sociale viene ripartito tra pubblico e privato e rappresenta la fonte di remunerazione dell'investitore.

Ma si sta facendo strada anche un approccio continentale all'*impact investing*. Nell'Europa continentale l'investimento a impatto sociale si sviluppa con una connotazione differente: una forte tradizione dell'imprenditorialità sociale. In questo contesto è la domanda il *driver* degli investimenti a impatto sociale e il rendimento corrisposto agli investitori può essere calmierato rispetto a quello medio di mercato.

### **1.3.2 La dimensione dell'*impact investing***

Esistono diversi studi che cercano di misurare la dimensione globale del mercato dell'*impact investing*: il più autorevole è certamente quello svolto da J.P. Morgan e Global Impact Investing Network (GIIN) attraverso una *survey* annuale effettuata tra i principali attori del mercato.

La survey 2015 mostra per il 2014 un totale di 146 attori, basati per la maggior parte in Nord America ed Europa, costituiti per oltre la metà da Fondi di investimento

L'ammontare di risorse gestite è pari a circa 60 miliardi di dollari e gli investimenti complessivi ammontano a \$10,6 miliardi per il 2014, con l'obiettivo per il 2015 di salire a \$12,2 miliardi. L'investitore mediano ha effettuato 7-8 investimenti nel 2014 per un controvalore mediano di \$10 milioni. La maggior parte degli investimenti sono effettuati nei paesi emergenti (51% del totale) ma la singola regione dove si concentrano maggiormente gli investimenti è rappresentata dal Nord America (40%). I settori più importanti, in termini di ammontare investito, sono rappresentati da Housing Sociale (27%), Microfinanza (16%) e Servizi Finanziari (11%).

Il primo tentativo di misurare la *performance* del settore dell'*impact investing* viene dall'introduzione dell'Impact Investing Benchmark, creato dal Global Impact Investing Network (GIIN) e da Cambridge Associates. Il *benchmark* è composto da 51 fondi di *private investments* che perseguono diversi obiettivi di impatto sociale, operano su più settori e ambiti geografici e sono stati lanciati nel periodo 1998-2010. I Fondi inclusi nel *benchmark* sono stati messi a confronto con un universo di oltre 700 fondi che operano negli stessi settori e paesi, con una data di lancio simile ma senza obiettivi di impatto sociale.

Il tasso di rendimento annuo sul periodo 1998-2010 per l'Impact Investing Benchmark è pari al 6,9% rispetto all'8,1% dell'universo di riferimento, principalmente riconducibile a investimenti nei paesi in via di sviluppo. È da notare che tale performance non è omogenea per data di lancio del Fondo, dal momento che i Fondi lanciati tra il 1998 e il 2005 hanno ottenuto risultati in linea se non superiori all'universo di riferimento, mentre i Fondi lanciati dopo il 2005 hanno riscontrato *performance* peggiori.

### **1.3.3 L'esperienza del Sistema Integrato dei Fondi di Housing Sociale in Italia**

Il Sistema Integrato dei Fondi (SIF) è stato istituito nel 2009 nell'ambito del Piano Nazionale di Edilizia Abitativa ed è il più importante strumento di *impact investing* sul territorio nazionale.

Il SIF ha l'obiettivo di fornire capitale paziente per incrementare l'offerta abitativa (alloggi, servizi e strumenti) dedicata alle categorie di popolazione con un reddito incompatibile con l'edilizia popolare, ma che non sono in grado di soddisfare le proprie esigenze abitative sul mercato tradizionale. La capitalizzazione del SIF ammonta a circa €3 miliardi, di cui circa €2 miliardi sottoscritti dagli investitori strategici del Fondo Investimenti per l'Abitare, di cui Cassa Depositi e Prestiti è il principale, e circa €1 mld da fondazioni, enti locali, casse di previdenza privata, gruppi bancari e assicurativi.

Il Sistema Integrato dei Fondi è tra le principali esperienze di *impact investing* a livello internazionale, terza per dimensione nella classifica guidata dal programma Green Bonds della World Bank.

## **2. Social impact investing: qualche numero**

*Paolo Novati*

Il termine “impact investing” è stato introdotto nel 2008 da JP Morgan e Rockefeller Foundation per catalogare una serie di investimenti con scopo benefico e umanitario ed indica un insieme di investimenti in società, organizzazioni e fondi con l’obiettivo di produrre un impatto quantificabile a livello sociale e ambientale oltre che rendimenti finanziari.

Questi investimenti mirano a generare benefici sociali e ambientali per la collettività, attraverso attività che generino anche profitto considerando il capitale finanziario un semplice strumento, mentre l’obiettivo è l’impatto sociale positivo. Questi investimenti si applicano quindi sia a paesi sviluppati che a paesi emergenti, potendo realizzare rendimenti finanziari al di sotto dei livelli di mercato oppure in linea con essi.

Si differenziano quindi dagli “investimenti socialmente responsabili” (SRI- Social Responsible Investment) finalizzati, invece, ad evitare o ridurre gli impatti negativi selezionando titoli a seconda della loro aderenza ai criteri ESG (Environment, Social, Governance).

Il Global Impact Investing Network (GIIN) è una organizzazione dedicata allo sviluppo e al monitoraggio di questo settore e con JP Morgan pubblica annualmente uno studio che ne evidenzia una robusta crescita. Il report del 2016 indica che il settore a fine 2015 presenta 77,4 miliardi di dollari di asset e un totale di 15,2 miliardi di dollari di capitali investiti direttamente in impact investment; prevede inoltre una crescita attesa del 16%, fino a 17,7 miliardi di dollari nel 2016.

Gli operatori monitorati nello studio sono 158 di cui il 44% sono nord americani, il 32% europei occidentali ed il 20% di paesi emergenti.

Per quanto riguarda la tipologia degli operatori, ben il 59% sono gestori di fondi, il 13% fondazioni, il 6% banche, il 3% family office, il 3% Deep Foundation, il 2% fondi pensione e assicurazioni ed il rimanente 14% associazioni non profit e strutture finanziarie non classificabili. Da sottolineare come quasi il 60% degli operatori siano finanziarie “profit”, quindi con fini di lucro, oltre alla buona presenza di fondazioni e la trascurabile presenza di fondi pensione/assicurazioni che probabilmente ritengono ancora troppo rischiosa questa “asset class”.

Per quanto riguarda l’allocazione geografica degli asset si evidenzia come il 38% sia nel Nord America, il 15% nell’Africa sub sahariana, il 9% sia nell’America Latina che nell’Europa occidentale e l’8% nell’Europa dell’est.

Le performance attese per investimenti tramite obbligazioni erano del 5,4% per i paesi sviluppati e dell'8,6% nei paesi emergenti, mentre per gli investimenti azionari erano del 9,5% nei paesi sviluppati e del 5,1% in quelli emergenti; l'89% dei partecipanti alla rilevazione dichiara inoltre di aver avuto un ritorno finanziario uguale o maggiore (19% dei casi) del previsto e ben il 99% di aver raggiunto l'impatto sociale previsto.

Gli investimenti sono sostanzialmente effettuati tramite Private equity/Venture Capital, Private debt e Real estate.

L'obiettivo dei fondi a impatto sociale è ampio con investimenti in progetti di microfinanza, aiuto all'imprenditoria femminile, finanziamento in infrastrutture in Paesi in via di sviluppo, difesa del patrimonio forestale, edilizia a prezzi agevolati. In pratica, i temi su cui i portafogli di questi fondi si concentrano sono due:

- temi a impatto sociale: l'accesso ai finanziamenti, la crescita dell'occupazione, il miglioramento della salute, l'istruzione e la crescita del reddito;
- temi a impatto ambientale: energie rinnovabili, efficienza energetica, nuove tecnologie.

Nel 2013 i paesi del G8 hanno istituito a Londra la Social Impact Investment Task Force (SIIT) per promuovere lo sviluppo degli investimenti ad impatto sociale. Gli Stati Uniti, in particolare, hanno prontamente previsto benefici fiscali per fondazioni e fondi pensione che adottano questi investimenti. Per l'Italia la Presidenza del Consiglio dei Ministri ha indicato come componenti della Task Force Giovanna Melandri, Presidente di Human Foundation, in rappresentanza degli operatori del settore, e i professori Mario Calderini e Mario La Torre, in qualità di esperti governativi.

La SIIT coordina, tra l'altro, le strutture operative di secondo livello identificate negli Advisory Board nazionali. L'Advisory Board è presieduto, in ogni Paese, dal membro della Task Force nazionale nominato in rappresentanza degli operatori del settore dell'impact investing, nel caso italiano a presiederlo è Giovanna Melandri. L'Advisory Board italiano ha coinvolto più di 100 tra tecnici, professionisti ed esperti del settore (fondazioni bancarie, cooperative sociali, banche, intermediari finanziari, istituzioni pubbliche ecc.) giungendo a proporre 40 raccomandazioni per definire una piattaforma di azione sulla quale costruire un'Agenda Impact per l'Italia.

Nel luglio 2015, poi, la SIIT si è trasformata nel Global Social Impact Investing Steering Group (GSG) con l'obiettivo di promuovere il network globale degli investimenti a carattere sociale, monitorare i progressi fatti in merito alle raccomandazioni fatte dalla task force, stimolare lo sviluppo del mercato dell'impact investing e offrire assistenza ai membri nazionali del GSG.

In Italia, nel gennaio 2016, per dare continuità all'esperienza dell'Advisory Board italiano (ADB) della SIIT, nasce la Social Impact Agenda (SIA) i cui soci fondatori sono ABI; Confcooperative; Federsolidarietà; CGM – Consorzio Gino Mattarella; Etimos Foundation; Federcasse; Fondazione Opes; Fondazione Sviluppo e Crescita CRT; Human Foundation; UBI; BANCA Vita cui si sono aggiunti ANIA, Banco Popolare, BNL, EPAP e Gruppo24ore.

Gli obiettivi di SIA si evidenziano nel:

- monitorare le 40 raccomandazioni del rapporto italiano;
- diffondere pratiche innovative;
- contribuire alle riflessioni del GSG;
- studiare nuove strategie di investimento;
- alimentare il processo di decision making.

In pratica SIA “è uno spazio libero di sperimentazione e innovazione, aperto alla partecipazione di tutte le organizzazioni che condividono la stessa curiosità”.

L’obiettivo primario, comunque, è contribuire ad estendere le potenzialità dell’imprenditorialità sociale e della finanza ad impatto, come agenti di sviluppo di un’economia inclusiva. Sono state individuate 5 aree ad alto potenziale: salute, disabilità, inclusione sociale, famiglia e housing (l’area più importante per dimensione, che rappresenta da sola il 24% di investimenti a livello internazionale).

Per quanto riguarda questa tipologia sono da segnalare gli investimenti diretti in Housing sociale da parte di alcune Fondazioni Bancarie per 118 milioni di Euro (vedasi terzo report annuale “gli investitori istituzionali italiani” a cura del Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali)

Per gli altri settori segnaliamo:

- Investimenti Sostenibili: fondo bilanciato prudente gestito da Sella Gestioni la società italiana che maggiormente si impegna nell’impact investing e negli ultimi 15 anni vi ha destinato oltre 1,3 milioni di euro. Gli investimenti di natura azionaria sono consentiti fino ad un massimo del 30%.
- UBI SICAV Social 4 Future C EUR Inc è un bilanciato prudente che fa capo a Ubi Pramerica: fondo partito a marzo 2016 e costruisce il portafoglio seguendo principi di eticità e responsabilità sociale. Il collocamento si è chiuso a febbraio e ha registrato sottoscrizioni per circa 280 milioni di euro. Parte delle commissioni del primo anno saranno devolute al

progetto Youth&Innovation dell'Unicef, per sostenere la formazione di 3 mila giovani siriani, palestinesi e libanesi.

- Microfinanza I, fondo di fondi gestito da Quadrivio Capital che ha raccolto complessivamente 84 milioni di Euro presso investitori istituzionali italiani. Il fondo investe il 60% in prodotti con natura di credito, ed il rimanente con titoli di capitale. Inoltre Quadrivio Capital ha promosso ed è Portfolio Manager di un fondo dedicato all'investimento in intermediari finanziari di micro finanza e per la piccola e media impresa quotati, a livello globale – secondo uno schema assimilabile al “Private Investment in Public Equity”.

Il quadro italiano si iscrive all'interno del mercato mondiale dove i big dell'asset management mondiale si sono già impegnati nel settore. Goldman Sachs ha acquisito Imprint Capital, una boutique specializzata nella gestione di questi asset; Bain Capital ha lanciato insieme con l'ex governatore del Massachusetts, Deval Patrick, il più grande fondo di private equity del settore; BlackRock ha lanciato due fondi azionari che selezionano titoli in portafoglio secondo l'impatto e privilegiano società che facciano innovazione per l'ambiente, abbraccino temi di “corporate citizenship” e portino avanti progetti di ricerca; infine, il fondo pensione australiano HESTA ha annunciato la costituzione di un “Social Impact Investment Trust” con una dotazione di 30 milioni di dollari.

Da ultimo da segnalare come anche i consulenti finanziari, considerati i ritorni - anche finanziari - sopracitati, ritengano questi assets importanti per i gestori; ad esempio l'indagine Global Investment Matters 2016 di Willis Towers Watson ha sottolineato l'importanza di questi requisiti nei mandati di gestione, dal momento che gli investitori desiderano avere idee precise sui rischi che corrono i gestori, sia a livello di portafoglio sia di strategia generale.

### **3. Social Impact Investing: macrotrend e opportunità per i principali player.**

#### **Un grande potenziale al banco di prova della valutazione dell'impatto sociale**

*Simone Castello*

Negli ultimi anni, alla luce della consapevolezza che il ruolo dei governi e della filantropia non è di per sé sufficiente a rispondere a problematiche sempre più pressanti, abbiamo assistito a un crescente interesse verso pratiche che mirano a movimentare capitali privati per affrontare sfide sociali. Le masse filantropiche globali, anche combinate con gli stanziamenti governativi per lo sviluppo o la cooperazione internazionale, sono in grado di movimentare cifre nell'ordine di miliardi di dollari; al tempo stesso, il costo per risolvere le problematiche sociali più critiche a livello mondiale si attesta nell'ordine di migliaia di miliardi: si stima, ad esempio, un gap annuale di circa \$2.5 bilioni l'anno per raggiungere i nuovi *Sustainable Development Goals* solo nell'ambito dei Paesi in via di sviluppo<sup>1</sup>. Lungi dal voler sostituire la filantropia *tout-court* e il ruolo dei governi, l'*impact investing* va piuttosto considerato come uno strumento complementare, per integrare in alcuni ambiti le azioni dei tradizionali player del settore sociale e potenziare la capacità di generare impatto sostenibile attraverso modelli basati su logiche di mercato.

Nonostante l'ambito degli investimenti a impatto vada ancora considerato un fenomeno di nicchia, soprattutto in Italia dove forse i decreti attuativi della *Legge Delega per la Riforma del Terzo Settore* approvata a maggio potranno contribuire allo sviluppo di un settore che conta ad oggi poche esperienze operative a livello nazionale<sup>2</sup>, alcuni macrotrend a livello globale suggeriscono il grande potenziale di questo approccio che, per le sue caratteristiche, si dimostra allineato con gli obiettivi di varie tipologie di stakeholder. Per conseguire scala, credibilità e diventare uno strumento *mainstream*, però, l'*impact investing* si trova a dover affrontare diverse sfide, in primis la valutazione dell'impatto sociale che va vista non solo in ottica di standardizzazione degli approcci di misurazione, ma anche come consapevolezza e memento del vero obiettivo di questa tipologia di investimenti: generare un positivo impatto sociale parallelamente a ritorni economici. Per questa ragione si ritiene opportuno adottare la definizione di *Social Impact Investing*: se non si specifica quale "impatto positivo" debba essere generato dalle attività finanziate, il termine "investimento d'impatto" può diventare così diluito nel suo significato da non consentire più di distinguere un investitore d'impatto da uno normale<sup>3</sup>. A questo fine, come si discuterà più avanti, i player del

---

<sup>1</sup> United Nations Conference on Trade and Development, (2014), "World Investment Report"

<sup>2</sup> Castello, S., (2016), "Social Impact Investing: si aprono nuove opportunità in Italia?", *Philanthropy News*, Fondazione Lang Italia

<sup>3</sup> Bengo, I., Ratti, M., (2014), "Datemi una leva... Nuovi strumenti di filantropia e finanza per il sociale", *Saggi Brevi*

settore devono dotarsi di adeguati strumenti che possano riportare al centro il concetto di cambiamento sociale, vero motore propulsivo degli investimenti a impatto, creando degli *impact-model* realistici, specifici e chiaramente comunicabili.

### **3.1 I megatrend favorevoli alla crescita del Social Impact Investing**

Come anticipato, l'interesse intorno al tema del Social Impact Investing non va considerato come semplice effetto-moda, ma inquadrato alla luce di alcuni macrotrend socio-economici in atto a livello globale. In questa sede prendiamo in esame tre di questi principali fenomeni che possono essere valutati al tempo stesso come spinta originaria e promessa di potenziale per gli investimenti ad impatto.

#### **3.1.1 Il potenziale alla Base della Piramide**

Entro il 2016 l'1% della popolazione mondiale deterrà più ricchezze del restante 99%<sup>4</sup>, mentre 1,3 miliardi di persone vivono attualmente con meno di \$1,25 al giorno, soglia standard dell'estrema povertà<sup>5</sup>. Se questi dati ritraggono un'ampia fascia della popolazione mondiale in stato di drammatico bisogno, al contempo rappresentano un'opportunità per le imprese, su cui può innestarsi il settore del Social Impact Investing, evidenziando un segmento di consumatori e produttori ad alto potenziale. I settori di mercato alla *Base della Piramide (BoP)* variano, infatti, da una dimensione stimata di \$51 miliardi per quanto riguarda le tecnologie IT a circa \$433 miliardi nel caso dell'energia<sup>6</sup>. La grande opportunità di mercato per le imprese consiste nel dare risposta alla domanda latente alla BoP aiutando i consumatori a entrare a far parte di una nascente classe media. In quest'ottica il *corporate impact investing* consiste in investimenti effettuati dalle imprese in business che danno accesso a prodotti e servizi a basso costo ad ampie fasce della popolazione (*inclusive business*) e che spesso hanno bisogno di capitale finanziario e competenze manageriali per scalare e replicare il proprio modello. Si veda, ad esempio, il caso di Coca-Cola che nel 2014 ha avviato una partnership con SOLARKIOSK per il progetto EKOCENTER per fornire energia solare, acqua potabile sicura, connettività mobile e altri servizi a comunità sotto-servite attraverso modelli sostenibili di micro-imprenditorialità. Questa partnership strategica oltre a creare un significativo impatto sociale produrrà secondo le previsioni i primi profitti diretti per Coca-Cola nel 2017 e al contempo permetterà all'impresa di consolidare la sua presenza in mercati ad alto potenziale, rafforzando la relazione con le comunità locali e creando un network di distribuzione.

---

<sup>4</sup> Oxfam, (2015), "Grandi disuguaglianze crescono", Oxfam Issue Briefing

<sup>5</sup> World Bank, (2015)

<sup>6</sup> Endeava, "Capturing BOP Markets. Corporate Impact Venturing with Inclusive Business", Working Paper 05, Febbraio 2016

EKOCENTER, d'altro canto, ha potuto contare su una rapida scala del proprio business model: a oggi sono già circa 100 i progetti avviati in Africa e Asia<sup>7</sup>.

### 3.1.2 La green economy

La green economy, modello di economia che mira alla riduzione dell'impatto ambientale mediante provvedimenti in favore dello sviluppo sostenibile, si traduce in un aumentato benessere umano, riducendo significativamente i rischi ambientali e la scarsità di materie prime.<sup>8</sup> Il *World Business Council for Sustainable Development* (WBCSD) stima che, con l'attuale livello di consumo, avremo bisogno entro il 2050 dell'equivalente di 2.3 pianeti Terra per sopravvivere; al contempo, si prevede che gli investimenti in energia pulita, tra cui produzione di elettricità, biocarburanti e calore, aumenteranno del 230% entro il 2030. A fronte dell'urgente criticità sociale si affianca quindi un'opportunità di business, tanto che l'ambito delle energie rinnovabili e sostenibili è tra le più consolidate aree d'interesse per gli investitori impact - come esemplifica il caso di Husk Power System (HPS). Questa startup, nata nel 2007 a Bihar (India) grazie al sostegno di Shell Foundation, Acumen Fund, Bamboo Finance, International Finance Corp e LGT Venture Philanthropy, installa e gestisce centrali elettriche basate sulla biomassa. Ogni centrale utilizza una tecnologia di gassificazione per convertire gli abbondanti scarti dell'agricoltura provenienti dai coltivatori locali in elettricità che viene distribuita ai nuclei famigliari rurali e alle micro imprese. Questo processo fornisce un modo più sostenibile ed economico per soddisfare i bisogni energetici locali: ogni centrale serve 400 famiglie, con un risparmio di circa 42.000 litri di kerosene e 18.000 litri di gasolio ogni anno<sup>9</sup>, riducendo in modo significativo l'inquinamento dell'aria e migliorando le condizioni di salute nelle aree rurali. Prolungando la vita del villaggio oltre le ore di luce naturale, HPS crea inoltre un ecosistema attorno a ogni centrale, permettendo agli imprenditori locali di rimanere aperti dopo il tramonto e ai bambini di studiare la sera.

### 3.1.3 Il gap nel welfare state

Il trend cui si sta assistendo nel mondo occidentale mostra come il "welfare state" generalizzato nell'ambito sociale non sia più sostenibile. Basti pensare alla forbice sempre maggiore tra domanda e offerta pubblica di servizi alla persona: una ricerca prodotta da Accenture e Oxford Economics valuta per l'Italia un gap da 30 miliardi di dollari entro il 2025, che diventano 80

---

<sup>7</sup>ibid.

<sup>8</sup> Definizione United Nations Environment Program (UNEP)

<sup>9</sup> Husk Power System

per la Germania e 170 per il Regno Unito<sup>10</sup>. Il meccanismo chiave su cui si fondano gli investimenti a impatto forse più interessanti in tema di welfare si ritrova nel cosiddetto *Pay-per-Success*: il know-how delle organizzazioni non profit viene combinato con il capitale privato e con la valutazione rigorosa dell'impatto per trasformare la modalità con cui il settore pubblico e la società rispondono ai bisogni sociali. In questo tipo d'iniziativa i finanziatori assumono il rischio finanziario, l'organizzazione non profit implementa il programma e lo Stato paga per il progetto solo se il valutatore esterno stabilisce che l'iniziativa ha creato sia benefici per la società sia un risparmio di risorse pubbliche. In sintesi, il committente non acquista una prestazione ma un risultato<sup>11</sup>, ad esempio, il contenimento del tasso di recidiva o della disoccupazione. Questo meccanismo trova espressione nella sua forma più famosa, i *Social Impact Bond* (SIB): oltre al celebre esempio del carcere di Peterborough, a oggi sono attivi circa 61 SIB a fronte di 38 dell'anno scorso - una crescita rilevante, con 5 SIB che hanno già in parte ripagato gli investitori avendo prodotto un impatto sociale<sup>12</sup>. Si veda, in tal senso, l'iniziativa *Massachusetts Juvenile Justice Pay for Success* nata nel 2014 per migliorare le vite dei giovani, ridurre la criminalità e risparmiare risorse dei contribuenti: l'iniziativa rappresenta il principale investimento *Pay per Success* negli Stati Uniti ed è strutturata per incoraggiare soluzioni innovative a problematiche croniche. Il costo sociale e finanziario collegato alla recidività per lo Stato del Massachusetts è, infatti, enorme: il 64% dei giovani torna in carcere nell'arco di cinque anni e solo il 35% di questi ottiene un lavoro nel primo anno dal rilascio. In questo caso il successo del programma è determinato sulla base delle riduzioni del numero di giorni trascorsi in carcere dai ragazzi e dei miglioramenti nei loro livelli di occupazione e occupabilità. Lo Stato del Massachusetts ha messo a disposizione \$27 milioni per sette anni, impegnandosi a ripagare il successo del programma, e il Dipartimento del Lavoro degli Stati Uniti ha contribuito a estendere l'iniziativa per altri due anni con ulteriori \$11.7 milioni<sup>13</sup>.

### 3.2 Diversi player e obiettivi

Alla luce dei trend evidenziati, si può già intuire come il settore impact non sia appannaggio di una specifica categoria di investitori; al contrario, questa asset class si caratterizza come multi-stakeholder, rivolgendosi ad un ampio pubblico di soggetti che possono trovare il proprio ruolo come investitori o come soggetti investibili in base ai propri obiettivi. Nelle prossime pagine si

---

<sup>10</sup> Piovanello, L., (2014), "Impact Investing: di che cosa stiamo parlando?", *Philanthropy Insights* n°2, Fondazione Lang Italia

<sup>11</sup> Calderini, M., (2016), "Fondi per il sociale vincolati al risultato", *IlSole24Ore* Nòva

<sup>12</sup> Brooking Institute, (2015), "The Potential and Limitations of Impact Bonds"

<sup>13</sup> Roca Ink., (2014)

evidenziano le opportunità per cinque fondamentali player del Social Impact Investing, esaminando brevemente alcune best practice a livello internazionale.

**Fondazioni.** Secondo il *Global Impact Investing Network* (GIIN) e JP Morgan il 18% degli investimenti impact a livello internazionale viene effettuato da fondazioni; una recente indagine del Financial Times dimostra anche una convergenza tra i modelli di intervento, con il 36% delle Fondazioni del campione che risulta attivo sia in pratiche di filantropia che di Social Impact Investing<sup>14</sup>.

Quest'approccio può diventare una leva strategica e permette di rispondere a tre sfide. In primis, l'investimento, quando possibile, può aiutare le organizzazioni *grant-seeker* a sviluppare fonti alternative di entrata e ridurre la dipendenza finanziaria da donatori ed enti erogatori. In secondo luogo, le fondazioni possono moltiplicare l'utilizzo delle proprie risorse reinvestendole più e più volte. Infine, la combinazione di approcci può essere fondamentale per complementare le attività normalmente sostenute con le donazioni e scalare progetti ad alto impatto sociale: il costo di start-up di un *social business* è spesso proibitivo per investitori tradizionali e a volte solo il capitale filantropico può colmare il cosiddetto *early stage gap* – investendo successivamente sui modelli consolidati per assicurare scalabilità e replicabilità.

Le fondazioni possono quindi ottimizzare il proprio impatto integrando l'approccio filantropico con il Social Impact Investing. Ad esempio l'americana KL Felicitas Foundation dal 2004 ha spostato progressivamente i propri asset patrimoniali (pari a circa \$10 milioni) arrivando a fine 2014 a una percentuale del 99,5% allocata in fondi e organizzazioni che ricercano valore sociale e/o ambientale<sup>15</sup>. Va sottolineato che viene data una definizione di impact investing allargata che abbraccia un ampio spettro e che comprende investimenti responsabili (basati su criteri di esclusione), sostenibili (con integrazione di fattori ESG), tematici (focalizzandosi su specifiche aree) e *impact-first* (con un'enfasi sull'ottimizzazione di bisogni sociali che può risultare in un trade-off finanziario); ma è indicativa la scelta di allineare il portafoglio finanziario alla propria mission sociale. Si consideri anche l'esperienza della Esmée Fairbairn Foundation, tra le principali realtà di erogazione nel Regno Unito, che nel 1991 ha intrapreso un percorso di diversificazione delle proprie modalità di intervento cominciando ad allocare il patrimonio in iniziative di Social Impact Investing per aumentare la propria capacità di creare direttamente cambiamento sociale generando al contempo un ritorno finanziario sostenibile. Da allora questa modalità è cresciuta fino ad arrivare ad un commitment di £45 milioni del patrimonio. Nel 2007/2008 è stato lanciato un

---

<sup>14</sup> Financial Times, (2016), "Investing for global impact"

<sup>15</sup> Lomax, P., Rotheroe, A., Harrison-Evans, P., (2015), "Investing for impact: practical tools, lessons and results", New Philanthropy Capital (NPC)

progetto pilota creando il Finance Fund: si tratta di un fondo rotativo *impact-first*, già ripagato per il 30%, che conta oggi 92 investimenti in un range variabile da £20.000 a £1 mln cadauno<sup>16</sup>.

**Organizzazioni non profit.** L'opportunità per le ONP è di continuare progetti che nascono attraverso modalità di supporto tradizionali (grant), ma che dopo aver raggiunto un certo livello di sviluppo hanno bisogno di risorse finanziarie (capitale e/o prestiti) per crescere: il Social Impact Investing può offrire la possibilità di dare sostenibilità e continuità ai progetti dopo una prima fase di incubazione.

L'accostamento di ONP e investimento apre prospettive interessanti di mutuo beneficio: da un lato, un soggetto che ha conoscenza diretta della tematica e delle modalità di generazione dell'impatto sociale; dall'altro, la mentalità di investimento che può aiutare in un'ottica di standardizzazione e di crescita per rendere i progetti investibili (*investment-ready*). Come nel caso di OXFAM International, che, in partnership con Symbiotics, ha lanciato nel 2012 un fondo per finanziare le piccole e medie imprese nei paesi più poveri e creare impiego, o dei già citati Social Impact Bond, dove sono tipicamente le ONP a implementare i progetti e ad essere remunerate in base all'impatto conseguito.

**UHNWI.** L'opportunità per gli *ultra high net worth individuals* (UHNWI) è di aumentare l'impatto delle proprie azioni a favore della comunità e ottenere diversificazione rispetto ai mercati azionari e obbligazionari. A questo proposito è significativo rilevare le prospettive dei filantropi: secondo un recente studio<sup>17</sup>, per questi soggetti gli obiettivi principali da conseguire attraverso le proprie elargizioni sono la sostenibilità e la auto-replicabilità del programma. In maniera coerente lo studio identifica come il Social Impact Investing sia considerato il top trend da parte dei filantropi (54%) per conseguire cambiamento sostenibile. Tale interesse viene confermato dagli ultimi studi delle principali banche di investimento che rilevano come circa il 50% degli investitori privati abbia espresso interesse nel Social Impact Investing, una percentuale che sale al 66% tra gli UHNWI e al 92% se si considerano i Millennials<sup>18</sup>.

**Investitori istituzionali.** Nel 2015 il Social Impact Investing ha iniziato a entrare nel circuito mainstream: molte *private bank* hanno investito capitale in questo settore o offerto soluzioni/servizi di investimento ai propri clienti. Come già evidenziato il settore sta riscontrando una crescente domanda da parte di private bank, family office, investitori individuali e fondazioni a livello mondiale e si prevede che i grandi asset owner seguiranno in uno stadio più avanzato, a causa delle

---

<sup>16</sup> Mason, C., (2015), "Social Impact Investing: allocare il patrimonio per diversificare le modalità di intervento sociale", *Philanthropy Insights* n°3, Fondazione Lang Italia

<sup>17</sup> Forbes, (2016), "BNP Paribas Individual Philanthropy Index"

<sup>18</sup> Corso Executive in Social Impact Investing 2016, Fondazione Lang Italia

loro soglie minime di investimento più alte rispetto ad altre tipologie di investitori<sup>19</sup>. Senza entrare nei numerosi esempi presenti a livello internazionale e ai casi nascenti in Italia, è significativo considerare come le banche costituiscano una percentuale rilevante dei membri dell'*Investor Council*, gruppo ristretto che riunisce i principali asset owner e asset manager del GIIN.

**Imprese.** L'opportunità per le imprese è di innovare la propria storia di CSR, avviare iniziative *business-relevant* e aprirsi a nuovi mercati. Diverse multinazionali come Unilever, Schneider Electric, Danone, Louis Dreyfus hanno lanciato iniziative strategiche: si tratta di soggetti che attraverso il Social Impact Investing vogliono attivarsi all'interno del proprio core business per potenziare le possibilità di essere competitive nel lungo termine, creando al contempo impatto sociale e rafforzando la propria reputazione. Oltre alla già citata esperienza di Coca-Cola, si consideri ad esempio Unilever, che dipendendo dal sourcing di materie prime nei Paesi emergenti per alcuni prodotti chiave si è resa conto della crescente importanza di mantenere relazioni stabili con i produttori locali: finanziandoli riesce a consolidare i rapporti e al contempo a costruire una reputazione di brand attenta alle implicazioni sociali. C'è anche un risvolto in tema di sviluppo di business model e apertura di nuovi mercati: le assicurazioni spesso investono in Paesi emergenti in società assicuratrici locali, ottenendo un ritorno finanziario e monitorando le innovazioni locali a livello di canali di distribuzione (es. mobile banking) e prodotti (es. micro-assicurazione climatica). Si tratta di iniziative dove evidentemente il confine tra CSR e *business development* è spesso molto sottile<sup>20</sup>.

### 3.3 La sfida della valutazione dell'impatto sociale

I trend analizzati e la numerosità dei soggetti per cui il Social Impact Investing rappresenta un terreno d'interesse permettono di intravedere il potenziale di questo settore e la possibilità che nei prossimi anni esso si configuri come un'opportunità per diverse tipologie di investitori. Chiaramente per raggiungere quest'obiettivo il Social Impact Investing dovrà affrontare sfide in vari ambiti (non ultimo quello normativo), in particolare sul piano culturale, per entrare in un circuito mainstream capace di oltrepassare il perimetro accademico e degli operatori di settore.

Per comprendere cosa significa il concetto di "Social Impact Investing" nell'immaginario collettivo e cosa esso richiama alla mente di diversi interlocutori, si consideri una recente indagine<sup>21</sup> che ha analizzato oltre 59.000 articoli e post in lingua inglese identificando due argomentazioni

---

<sup>19</sup> *ibid.*

<sup>20</sup> Castello, S., (2016), "Oltre la CSR: l'impact investing per generare impatto sociale e aprire nuove opportunità di business" Intervista a Patrick Elmer, *Philanthropy News*, Fondazione Lang Italia

<sup>21</sup> Monitor 360, (2016), "Narrative Analytics<sup>TM</sup> on impact investing in the US and UK"

negative ricorrenti: il trade-off finanziario e la solidità delle pratiche di misurazione dell'impatto sociale. La prima obiezione va chiaramente tarata in funzione del profilo e degli obiettivi del singolo investitore (*impact-first vs financial first*) ed è parzialmente confutata dai dati disponibili: un'analisi del GIIN<sup>22</sup> dimostra come i fondi impact lanciati tra il 1998 e il 2004 abbiano conseguito performance migliori dei rendimenti di fondi di private equity e venture capital comparabili e che, prendendo in analisi l'intero periodo considerato (1998-2010) il benchmark IRR dell'impact investing sia stato del 6,9% contro l'8,1%. Con le dovute cautele legate alla giovinezza del settore e alla conseguente limitatezza dei dati e del periodo di analisi, si può quindi ragionevolmente affermare che il rendimento non dovrebbe essere una – o per lo meno la principale – barriera alla crescita degli investimenti a impatto.

Per quanto riguarda invece il tema della misurazione dell'impatto sociale, ci troviamo davanti una sfida cruciale per consolidare la credibilità di questa tipologia di investimenti. In primo luogo, proprio per la vastità d'orizzonte che questo settore potenzialmente abbraccia bisogna essere rigorosi: non tutto può essere definito “Social Impact Investing”<sup>23</sup>. Se partiamo dalla definizione del GIIN, “*gli impact investments sono investimenti in imprese sociali, organizzazioni e fondi finanziari realizzati con l'intenzione di generare un impatto sociale misurabile insieme a un ritorno finanziario*”. Sta proprio nell'intenzione la vera discriminante rispetto ad approcci di investimento responsabili, etici, SRI ecc. il cui valore sociale risiede nel fatto che i titoli selezionati non contribuiranno a danneggiare l'ambiente, rispetteranno i lavoratori e i loro diritti o avranno una governance in grado di intervenire in caso di violazioni. Il Social Impact Investing si configura, invece, come un approccio che in modo proattivo prende come universo investibile le imprese che hanno come oggetto quello di creare un positivo impatto sociale mediante un'attività di business profittevole.

Se gli indicatori di rischio e rendimento sono determinabili - se non in modo semplice, sicuramente attraverso standard condivisi - l'impatto sociale resta a tutt'oggi un fattore non facilmente misurabile. Il settore del Social Impact Investing sta lavorando sulla pratica di valutazione dell'impatto sociale, ma non ha ancora un set affidabile di strumenti per la misurazione: gli *Impact Reporting and Investment Standards* (IRIS) e il *Global Impact Investment Rating System* (GIIRS) lavorano proprio sulla standardizzazione delle modalità con cui le organizzazioni possono comunicare le proprie performance, favorendo comparabilità degli investimenti e benchmark, e fornendo indicatori misurabili. Ciò nonostante, questi sistemi e la maggioranza degli operatori del

---

<sup>22</sup> Global Impact Investing Network (GIIN) e Cambridge Associates, (2015), “Introducing the Impact Investing Benchmark”

<sup>23</sup> Malanchini, F., (2014), “L'intervento social-oriented di Impact Finance Management”, *Philanthropy Insights* n°2, Fondazione Lang Italia

settore (con le dovute eccezioni, come il già citato caso di Acumen Fund) continuano a ragionare in un'ottica di *output*<sup>24</sup>, considerando cioè il numero di prodotti e servizi generati o le persone raggiunte, e non con un focus sugli *outcome* sociali generati, vale a dire evidenziando i cambiamenti rilevanti e significativi nella vita delle comunità in cui tali investimenti vengono effettuati (ossia l'impatto positivo di lungo periodo che guarda ai risultati più che alle attività). Lasciando da parte in questa sede la disamina degli approcci alla misurazione dell'impatto sociale, emerge l'importanza di adottare un modello che si focalizzi sul produrre un cambiamento positivo per i beneficiari finali – incarnando quindi l'essenza e la distintività di questo settore rispetto ad altri approcci – e che possa allineare gli obiettivi di impatto dello specifico investimento alle aspettative degli investitori.

Proprio per la duplice anima che caratterizza il Social Impact Investing il business model deve essere supportato da un impact-model. In questo senso la *Theory of Change (ToC)* può rappresentare un framework efficace: questo strumento strategico, sempre più diffuso nel mondo della filantropia internazionale, partendo dall'obiettivo di impatto sociale esplicita il processo causale “outcome – output – activities”, definendo modalità *evidence-based* per produrlo e indicatori misurabili per monitorare i progressi, chiarendo pertanto se il progetto che si sta finanziando funziona realmente. La ToC si ritrova raramente nella terminologia del mondo impact: un fenomeno singolare non solo alla luce degli obiettivi e dei player tipici del settore ma soprattutto per la genesi storica dell'intera industria che si basa proprio su una Theory of Change. Nel 2008 la Rockefeller Foundation comprese che, alla luce delle sfide sociali e ambientali a livello globale, il capitale filantropico e pubblico necessitava di un supporto da parte di risorse private<sup>25</sup>. A tal fine lanciò la *Global Impact Investing Initiative* creando una Theory of Change settoriale con l'obiettivo di generare un ecosistema funzionale per l'impact investing. Questa ToC includeva il conseguimento di outcome intermedi con la realizzazione di piattaforme collettive (come il GIIN), lo sviluppo dell'infrastruttura settoriale (con la creazione dei parametri IRIS e GIIRS), e il rafforzamento di intermediari specializzati (attraverso il sostegno ad Acumen Fund, Root Capital e IGNIA) da raggiungere attraverso una serie di attività (grant-making, program-related investments, coinvolgimento dei media, produzione e diffusione di know-how specifico).<sup>26</sup>

Il Social Impact Investing può diventare uno strumento fondamentale per contribuire al raggiungimento degli obiettivi sociali e migliorare le condizioni di vita di comunità a livello locale

---

<sup>24</sup> Brest, P., Born, K., (2013), “Unpacking the Impact in Impact Investing”, *Stanford Social Innovation Review*

<sup>25</sup> Jackons, E.T., (2012), “Accelerating Impact. Achievements, Challenges, and What's Next in Building the Impact Investing Industry”, The Rockefeller Foundation

<sup>26</sup> Castello, S., Lévêque, C., (2016), “La Theory of Change come Impact-Model: diffusione e utilizzo a livello nazionale e internazionale”, *Philanthropy Insights n°4*, Fondazione Lang Italia

e globale; per far questo, però, è necessario riportare al centro il concetto di cambiamento sociale introducendo strumenti di pianificazione e valutazione dell'impatto mediante i quali definire in maniera chiara e trasparente per tutti gli stakeholder coinvolti l'orizzonte di miglioramento atteso. In questo senso la Theory of Change può rappresentare un primo passo per supportare player che a vario titolo operano nel settore, attraverso un impact-model che permetta di allocare risorse in modo razionale e strategico su progetti efficaci in linea con la propria vision e mission.

## **4. Cresce l'attenzione dei mercati ai temi ESG & di sostenibilità: cosa le Borse stanno facendo per accompagnare questo cambiamento**

*Alessandra Franzosi*

### **4.1 Contesto e ruolo degli Asset Owners**

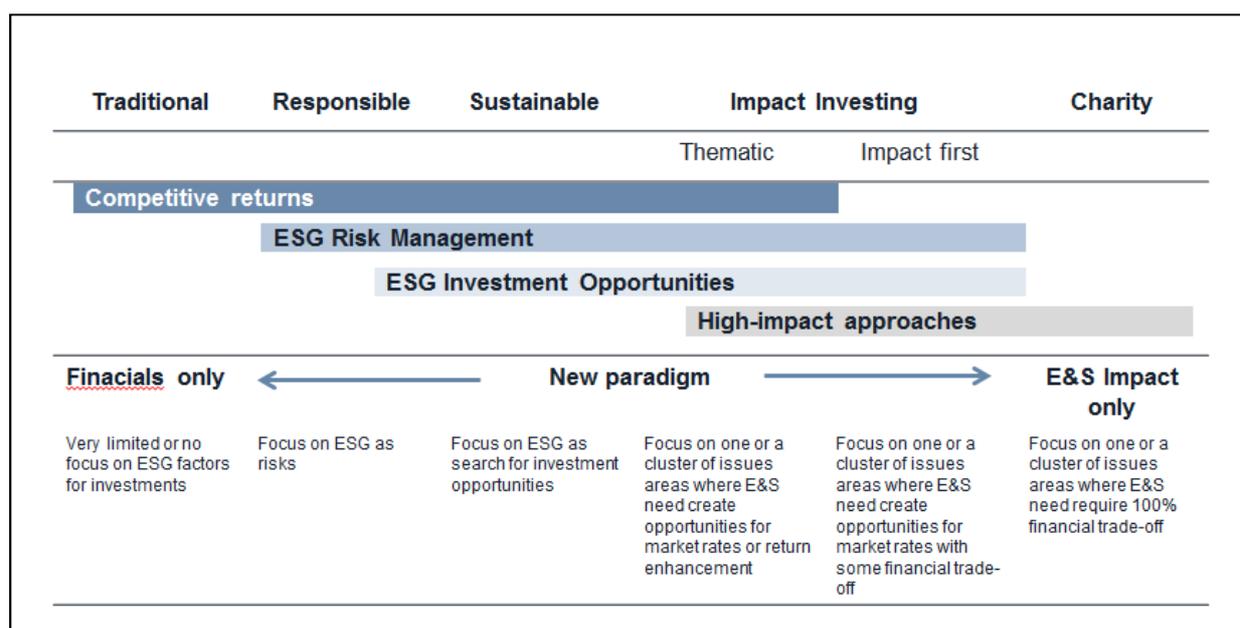
La profonda crisi finanziaria del 2008 tra gli innumerevoli suoi impatti ha innestato un ripensamento delle strategie di *asset allocation*, che sempre più pongono l'accento sulla capacità di gestire e trarre valore dai fattori di rischio e sulla necessità di adottare orizzonti temporali di medio-lungo termine.

In questo contesto un numero crescente di investitori ha visto nell'integrazione dei fattori ESG un modo per migliorare la gestione dei portafogli, per attrarre nuovi risparmiatori e più in generale per rispondere alla crescente domanda di investimenti cosiddetti sostenibili. Questo è stato particolarmente vero per gli investitori istituzionali finali come fondi pensione, assicurazioni e fondazioni (c.d. *Asset Owners*): la loro tradizionale attenzione alla gestione del rischio, i loro orizzonti temporali di medio-lungo termine e in alcuni casi gli specifici *fiduciary duties* che li legano ai loro beneficiari, hanno fatto di questi investitori uno dei principali attivatori di questo cambiamento.

Ma a cosa ci si riferisce quando si parla di ESG? E come *l'impact investing* si inserisce in questo quadro? Mutuando la definizione del Forum Italiano per la Finanza Sostenibile, con l'espressione investimenti ESG ci si riferisce a strategie di investimento orientate al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integrano l'analisi finanziaria con quella ambientale (Environment), sociale (Social) e di buon governo (Governance), al fine di creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso ([www.finanzasostenibile.it](http://www.finanzasostenibile.it)).

Nato come approccio di nicchia, confinato ad alcuni addetti ai lavori e spesso con una forte connotazione di tipo "etico", nel corso degli ultimi anni l'investimento ESG si è profondamente trasformato, divenendo *mainstream*. Questo è particolarmente vero con riferimento alla sua accezione SRI dove l'integrazione degli aspetti ESG viene concepita come migliorativa del profilo rischio-rendimento dei portafogli ed esclude forme di *trade-off* finanziario, poiché aiuta a fare valutazioni più precise e solide della sostenibilità di lungo termine dei business di cui si è investitori.

## 4.2 Mappatura degli approcci di investimento SRI & *impact investing*



Fonte: adattato da Bridges Ventures (2012) & Eurosif European SRI Study (2012)

Gli investitori europei sono stati tra i primi a muoversi nella direzione ESG: nel Regno Unito, in Olanda e nei Paesi Nordici questo approccio è più capillare, ma si sta diffondendo con rapidità anche nell'Europa Continentale. Nato integrando i fattori ESG nell'ambito degli investimenti azionari, oggi l'investimento responsabile si sta affacciando anche su altre *asset classes* quali il *fixed income* (*corporate* e governativo) o gli investimenti alternativi (dal *private equity* fino agli *hedge funds*). Infine, si sta passando da strategie operative cosiddette *core*, basate su approcci di *screening*, a strategie *broad*, più basate su *engagement* e dialogo con gli emittenti.

In questo quadro l'*impact investing* è invece un approccio che si focalizza su alcuni temi di investimento E&S e in alcune sue specifiche accezioni può dare luogo a forme di *trade-off* tra obiettivi finanziari e sociali dell'investimento stesso. Pur monitorando anche quest'ultimo trend, è soprattutto l'investimento ESG *mainstream* ad aver dato luogo al coinvolgimento e ad azioni dirette da parte delle Borse.

## 4.3 Un tema in evoluzione

Se è vero che i fattori ESG saranno sempre più integrati nei processi che tracciano i trend futuri dei flussi di investimento domestici e internazionali, è importante che le società che si rivolgono al mercato dei capitali siano equipaggiate a pensare, dialogare con gli investitori e fare *reporting* in tema di sostenibilità di lungo termine del loro business.

Questa consapevolezza da parte dei partecipanti al mercato sta crescendo, ma le prassi necessitano di ulteriori sforzi per potersi considerare consolidate.

Il grado di maturazione dei tre pilastri che compongono l'acronimo ESG è diverso. La Governance è un tema maturo e, specialmente per gli investitori con un approccio '*material*', è *core* e viene considerato propedeutico per i temi di Environment e Social. Environment sta cambiando volto e sta diventando sempre più definito, in particolare grazie alla sensibilità sulla *Carbon Disclosure* e ai temi riguardanti la *Low Carbon Economy*. Social è ancora piuttosto frammentato in termini di indicatori chiave, dal momento che include tematiche diverse che vanno dai diritti dei lavoratori fino ad alcuni aspetti della *supply chain*.

Anche la conoscenza di questi temi tra gli emittenti è disomogenea: le società più grandi tendono già a diffondere un rilevante ammontare di informazioni e sentono piuttosto il bisogno di razionalizzare gli sforzi, concentrandosi sulle tematiche rilevanti e sul dialogo costruttivo con gli investitori e gli altri *stakeholders*; per le piccole, invece, l'informazione disponibile non è sufficiente, sia per via di una minore consapevolezza della materia sia per la mancata copertura da parte di analisti specializzati o *index provider*.

Il recepimento anche in Italia della Direttiva Europea sulla *disclosure* in tema di informazioni non-finanziarie (Direttiva 2014/95) attesa per i prossimi mesi sarà un fattore di ulteriore crescita di consapevolezza. Molto ha già fatto l'autoregolamentazione. Nell'ultima versione del luglio 2015 del Codice di Autodisciplina delle società italiane quotate, promosso anche da Borsa Italiana, si fa esplicito riferimento al tema della sostenibilità di lungo termine del business dell'emittente. Nel Codice si legge che «il Consiglio d'Amministrazione definisce la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente, includendo nelle proprie valutazioni tutti i rischi che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo dell'attività dell'emittente». Inoltre «nelle società FTSE-Mib il Consiglio d'Amministrazione valuta l'opportunità di costituire un apposito comitato dedicato alla supervisione delle questioni di sostenibilità connesse all'esercizio dell'attività dell'impresa e alle sue dinamiche di interazione con tutti gli *stakeholders*.» (<http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/corporategovernance.htm>).

#### **4.4 L'Agenda di Borsa Italiana**

In questo contesto, quello che può fare la Borsa è, da un lato, creare le migliori condizioni affinché le società siano competitive sul mercato dei capitali attraverso un dialogo

efficace con gli investitori anche sui temi ESG e, dall'altro, creare ambienti di quotazione dedicati che siano adatti a accogliere strumenti cosiddetti *sustainable*.

Oltre a partecipare proattivamente ai lavori del Codice, di seguito si elencano alcuni progetti a cui si sta lavorando e danno il passo di un impegno concreto.

Borsa Italiana partecipa come London Stock Exchange Group all'iniziativa Sustainable Stock Exchanges (SSE, [www.sseinitative.org](http://www.sseinitative.org)). Si tratta di una piattaforma di apprendimento *peer-to-peer* per esplorare come le Borse, in collaborazione con aziende, investitori e regolatori possono aumentare la trasparenza delle aziende sulle questioni ESG e incoraggiare di conseguenza gli investimenti sostenibili. In particolare, è stata lanciata una campagna per ridurre il gap ESG pubblicando "Model guidance" a settembre 2015. Tutte le borse aderenti alla UN SSE si impegnano a fornire linee guida sulla disclosure volontaria di informazioni ESG entro il 2016. LSEG pubblicherà entro quest'anno una "LSEG Guidance" che ha l'ambizione di diventare una Guida autorevole per gli emittenti di best practises di reporting volontario su temi ESG e di creazione di consapevolezza della rilevanza di questi temi.

Da quest'anno nei *company profiles* delle società italiane quotate di maggiori dimensioni, disponibili sul sito di Borsa Italiana, vengono messi a disposizione degli investitori anche alcuni indicatori di *Corporate Social Responsibility*, affiancandoli alle informazioni sui dati finanziari.

Elite Connect, lanciato nel 2015, è un nuovo social network per imprese quotate, intermediari e investitori istituzionali che facilita l'interazione tra azionisti e imprese, promuovendo opportunità di connessione ed *engagement* anche sui temi ESG. È inoltre *sustainable* poiché aiuta a ridurre significativamente il *Carbon Footprint* delle attività di IR delle imprese e di Corporate Access degli investitori.

LSEG, sia a Londra che a Milano, sta divenendo mercato di elezione per la quotazione di sustainable assets e in particolare di Green bonds, ovvero di bond i cui proventi sono utilizzati esclusivamente per finanziare o rifinanziare in parte o completamente nuovi o esistenti progetti 'green'. LSEG ha listato ad oggi 32 green bonds in 7 differenti valute, che hanno raccolto circa 8 miliardi di USD.

Infine un ultimo tema è la transizione verso Low Carbon Economy. FTSE Russell, l'index provider del Gruppo LSEG, ha di recente reso disponibile il Low Carbon Economy - LCE™, una modello di dati quantitativi sviluppato per valutare i cambiamenti dell'*output*

industriale di quelle aziende che stanno attuando una transizione verso la Low Carbon o Green Economy. Analizzando le attività e i fatturati delle aziende quotate il modello identifica i cambiamenti in atto monitorando quanto le aziende producono beni e servizi che mitigano l'impatto sul clima, l'esaurimento delle risorse naturali e l'erosione ambientale.

## 5. L'investimento che si fa sociale, senza perdere di profittabilità

*Alessandro Bugli*

Dopo anni di stratificazione normativa e codificazioni che hanno posto una netta separazione tra ciò che è non profit e profit, tra enti (associazioni e fondazioni) del libro primo del codice civile e società ed enti mutualistici del libro V del lavoro o, per dirla con la Costituzione, tra ciò che è cooperazione e ciò che è speculazione, finalmente si incomincia in modo maturo a discutere di una possibile sinergia tra enti che perseguono fini “egoistici” (o che sono chiamati a farli per ragioni istituzionali), i c.d. investitori, e coloro che dedicano la loro esistenza al miglioramento del benessere complessivo, attraverso il perseguimento di finalità “altruistiche”, solitamente con impatti sociali.

Il favore verso gli enti non profit “puri” (che non consentono remunerazione del capitale) può essere superato, almeno in parte, per attrarre risorse che né lo Stato né gli enti non profit stessi non sono più in grado di garantire e reperire, anche in chiave prospettica? Potrà superarsi il “divieto” assoluto di distribuzione degli utili per associazioni e fondazioni? Qualcosa cambia, qualcosa ancora no.

Nel tempo che stiamo vivendo e date le criticità registrate a seguito della crisi del 2008, la vera sfida non pare tanto (o, almeno, non solo) comprendere se e come gli istituti giuridici esistenti (*i.e.* quelli civilistico/commerciali e anche tributari) possano essere modellati per garantire l'uguaglianza di cui all'art. 3, c. 2, della Costituzione<sup>1</sup>, quanto invece comprendere se e quanto, per ottenere questo risultato, il fine di investimento potrebbe essere direttamente o indirettamente veicolato e agevolato qualora apporti benefici non solo all'investitore stesso, ma alla collettività.

Il legislatore degli ultimi anni, pur con qualche insicurezza, ha già dato risposta affermativa sul “se”, mentre si sta ancora dilettaando sul *quantum* (si pensi, per analogia, al credito di imposta per Casse e Fondi pensione oppure alle nuove previsioni nella bozza di legge di bilancio).

Va da sé che in caso di risposta affermativa al quesito sulla possibilità di agevolare l'investimento remunerabile in attività ad impatto sociale, le due finalità (perseguimento del benessere sociale e ricerca di una remunerazione del capitale) devono essere entrambe ossequiate per evitare un effetto di assorbimento dell'una finalità nell'altra, finendo per rendere il non profit schiavo della necessità di produrre “utili” oppure, altrettanto tragicamente, finendo per ridurre a

---

<sup>1</sup> Art. 3, c. 2, Cost: “È compito della Repubblica rimuovere gli ostacoli di ordine economico e sociale, che, limitando di fatto la libertà e l'eguaglianza dei cittadini, impediscono il pieno sviluppo della persona umana e l'effettiva partecipazione di tutti i lavoratori all'organizzazione politica, economica e sociale del Paese”.

erogazioni a fondo perduto gli investimenti svolti, tanto più se si tratti di denari di iscritti a Casse di previdenza, fondi pensione o altri enti di welfare mix.

Certamente la partita della *governance* e trasparenza degli enti “social” destinatari degli investimenti, così come – di converso – i limiti alla remunerazione del capitale saranno ingredienti fondamentali da ben dosare per la riuscita della ricetta.

La prima questione attiene, però, al rapporto tra funzione di risparmio/investimento (qui, interessa quella istituzionale) e finanziamento di intervento a impatto sociale e, in caso di risposta affermativa alla domanda sulla compatibilità e sinergia tra i due, se sia possibile agevolare consimili investimenti, attraverso semplificazioni normative e burocratiche, abbattimento del carico fiscale (anche in chiave indiretta) e consentire un investimento in un “veicolo” di impresa sociale, al fine di ottenere – lo si spera – una remunerazione del capitale impegnato.

La domanda tanto ovvia, non ha trovato – sin qui – certa e sicura risposta; ma la necessità di riscontro si fa tanto più pressante, quanto più procederà (tra gli altri) il cammino di completamento della decretazione delegata dalla legge 6 giugno 2016, n. 106, Delega al Governo per la riforma del Terzo settore, dell'impresa sociale e per la disciplina del servizio civile universale. Questo contributo non si concentrerà, per ovvie ragioni di materia, sui diversi contenuti innovativi e commendevoli della legge poc'anzi citata, ma tutti gli argomenti sono certamente validi spunti anche per l'importante ruolo a cui sarà chiamato l'Esecutivo nei prossimi mesi per rivedere la disciplina delle associazioni e delle fondazioni, delle società di mutuo soccorso e delle “imprese sociali”.

Esistono appigli normativi nella Carta Costituzionale per giustificare la possibilità di veicolare, e quindi agevolare, l'investimento di capitali in attività a rilevanza sociale, anche in quei casi in cui l'“investitore” sia interessato alla profittabilità dell' “affare” e, non tanto e non solo, al “bene comune”.

Certo, nell'analisi che segue non si può dimenticare come la Carta (pur nella sua straordinaria visione prospettica e attualità) sia comunque figlia della metà del secolo scorso, quando temi quali quelli qui indagati erano ancora lontani dal divenire argomenti centrali per il nostro vivere sociale.

A nostro avviso, la risposta non può che essere data in termini affermativi (in questo senso si vedano anche le luminose e attente argomentazioni spese dal prof. Marchetti in altro capitolo di questo Quaderno). Quali gli articoli, i commi e i passi che ci inducono a dare questa risposta?

1. art. 2: *“La Repubblica [...] richiede l'adempimento dei doveri inderogabili di **solidarietà** [...] **economica e sociale**”.*
2. art. 3: *“[...] È compito della Repubblica rimuovere gli **ostacoli di ordine economico e sociale** che, limitando di fatto la libertà e l'eguaglianza dei cittadini, impediscono il pieno sviluppo della persona umana e l'effettiva partecipazione di tutti i lavoratori all'organizzazione politica, economica e sociale del Paese”.*

Questo articolo, al pari del precedente, pare essere il fondamento del lungo ragionamento che sorregge – tra l'altro – i lavori della Social Impact Agenda per l'Italia.

3. art. 45: *“**La Repubblica riconosce la funzione sociale della cooperazione a carattere di mutualità e senza fini di speculazione privata. La legge ne promuove e favorisce l'incremento con i mezzi più idonei e ne assicura, con gli opportuni controlli, il carattere e le finalità**”.*

Questo è uno degli articoli, se non proprio l'articolo perno della nostra analisi e di tutto il possibile ragionamento: cooperazione vs speculazione.

Nel leggere l'art. 45 si ha la sensazione che lì venga a giocarsi la partita e il limite tra ciò che è cooperazione (da promuovere) e la finalità di speculazione. Ma, la domanda è: cosa accade quando la cooperazione è linfa per l'investimento (o, più gergalmente, per la speculazione) e, allo stesso tempo, l'investimento è il carburante necessario per la cooperazione, non essendo sufficiente il sostegno pubblico a far fronte alle necessità dei tempi correnti? Un'interpretazione teleologica della disposizione ci dovrebbe portare a dire che, quando un investimento si fa “social”, allora la funzione di cooperazione obnubila – se non altro, almeno in parte – il disinteresse (e, a volte, il disfavore) civilistico/commerciale e tributario verso la componente di investimento.

Così: un'“impresa sociale” in forma di S.p.A. può essere ricondotta pacificamente nei limiti di questa previsione? Ad avviso di chi scrive, certamente sì, e anche la nuova legge 106 (all'art. 6) va in questo senso, richiamando nell'articolo dedicato alle imprese sociali, qualunque ne sia la forma giuridica assunta e assumibile, proprio la possibilità di distribuire utili, pur se con i limiti di cui (si badi, a riprova del nuovo legame tra funzione di investimento e cooperazione) alla disciplina delle cooperative a mutualità prevalente. Si legge, proprio nell'art. 6, che “con i decreti legislativi [...] si provvede al riordino e alla revisione della disciplina in materia di impresa sociale [...] nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi: previsione di forme di remunerazione del capitale sociale che assicurino la prevalente destinazione degli utili al conseguimento dell'oggetto sociale, da assoggettare a condizioni e comunque nei limiti massimi previsti per le cooperative a mutualità prevalente [...]”;

4. art. 4: “[...] ogni cittadino ha il dovere di svolgere, secondo le proprie possibilità e la propria scelta, un'attività o una **funzione che concorra al progresso materiale o spirituale della società**”.

Qui evidentemente, il lemma “cittadino” potrebbe essere letto, in chiave evolutiva, come “persona giuridica”. Il pensiero va agli enti di previdenza privatizzati per i professionisti e agli altri investitori istituzionali chiamati a svolgere funzioni di welfare mix nell’ordinamento italiano. “Concorrere al progresso materiale della società” non potrebbe essere, a questo punto, altrimenti letto se non come, investire parte dei propri attivi in “economia reale” o in investimenti a impatto sociale.

5. art. 38: *“Ogni cittadino inabile al lavoro e sprovvisto dei mezzi necessari per vivere ha diritto al mantenimento e all'assistenza sociale [...]. Ai compiti previsti in questo articolo provvedono organi ed istituti predisposti o integrati dallo Stato. L'assistenza privata è libera”*.

Qui la definizione di istituti “integrati” dallo Stato è stata condivisibilmente piegata da parte della dottrina (v. F. Mazziotti) per accogliere al suo interno le forme pensionistiche complementari di cui all’ allora d.lgs. 124/1993 e, oggi, d.lgs. 252/2005. Ma potrebbe tranquillamente essere estesa alle Casse di previdenza dei professionisti di cui ai d.lgs. 509/1994 e 103/1996.

6. Sufficientemente esplicitivo e di sostegno l’art. 41 nella parte in cui dispone che *“La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali”*.
7. Al pari dell’articolo precedente l’art. 42 per cui: *“La proprietà privata è riconosciuta e garantita dalla legge, che ne determina i modi di acquisto, di godimento e i limiti allo scopo di assicurarne la funzione sociale e di renderla accessibile a tutti”*.

All’esito di questa breve analisi sulla coerenza tra l’investimento a finalità di lucro con impatti sociali e le regole primarie dell’ordinamento giuridico italiano, la risposta sembra poter essere data in termini affermativi e, in questo senso, tra le altre, la legge n. 106/2016, sulla riforma del terzo settore, non sembra affatto lesiva, bensì pienamente coerente e attuativa dei precetti contenuti nella Carta Costituzionale. A ben vedere, *pro futuro*, si potrebbe osare ancora qualcosa di più (per ora ci limitiamo ad attendere la decretazione attuativa della legge 106), ciò per raggiungere il commendevole obiettivo di re-indirizzare le risorse sin qui impegnate altrove, spesso in finanza priva di impatti concreti per lo sviluppo del Paese e a sostegno del terzo settore, verso il nobile fine di “puntellare” o, meglio, migliorare le nostre conquiste in termini di posti lavoro, benessere e sicurezza. Un circolo virtuoso per cui, almeno per i protagonisti del modello di welfare mix, le

finalità istituzionali cui sono chiamati sono garantite sia in via diretta che indiretta, tramite la funzione di investimento “sociale”. Ciò a patto che, ripetesi, la seconda non finisca per obnubilare le prime attraverso una perdita di redditività degli investimenti, dato anche il desolante quadro dei rendimenti dei titoli “tradizionali” negoziati sui mercati.

## 6. Social impact investment e fisco: un approccio di principio

*Fabio Marchetti*

Il tema degli investimenti sociali (*social impact investment*) impone la necessità di un'analisi non tanto e non solo di dettaglio, ma innanzitutto di principio. Ci si deve porre, infatti, preliminarmente la domanda se la creazione e la “diffusione dei titoli di solidarietà” o, in generale, di “forme di finanza sociale finalizzate a obiettivi di solidarietà sociale” – per utilizzare, ai fini di delimitare l'indagine, la formula legislativa di cui all'art. 9, lett. h), della legge 6 giugno 2016, n. 106, contenente delega “per la riforma del Terzo settore, dell'impresa sociale e per la disciplina del servizio civile universale” – meriti uno specifico riconoscimento fiscale. Più in generale, e in via logicamente preliminare, ci si deve chiedere se l'eventuale riconoscimento di benefici fiscali per la finanza sociale sia conforme ai principi che regolano il nostro ordinamento fiscale o, viepiù, se tali principi costituzionali impongano addirittura il riconoscimento di un particolare trattamento fiscale per gli investimenti sociali, nel loro complesso, o per alcuni di essi. È del tutto evidente, infatti, che solo là dove si dovesse dare risposta positiva a tale preliminare domanda, potrà poi scendersi ad un'eventuale analisi puntuale e di dettaglio riguardante i singoli strumenti approntati dal mondo della finanza sociale.

Ho già avuto modo di occuparmi per un altro tema, a mio avviso comunque strettamente connesso a quello della finanza sociale, e cioè per il tema del “Divario Generazionale”<sup>1</sup>, dell'evoluzione che, anche ad opera della giurisprudenza della Corte Costituzionale, sta avendo la nozione di capacità contributiva, principio costituzionale posto – come ben noto – a fondamento del nostro sistema fiscale. Considerando che il disagio giovanile è una parte del più ampio disagio sociale che connota l'attuale società è bene riprendere i principali argomenti sviluppati sul tema del Divario Generazionale che possono avere attinenza con l'analisi della fiscalità della finanza sociale.

Occorre partire dal recente orientamento della Corte Costituzionale (sentenze 223 dell'8 ottobre 2012 e 116 del 3 giugno 2013) ove la Corte ha fatto un forte richiamo al principio di capacità contributiva di cui all'art. 53 della Costituzione, nonché – e ancor più – al principio di

---

<sup>1</sup> Faccio riferimento al lavoro *Primi fondamenti e strumenti di politica economica intergenerazionale*, curato insieme al collega Prof. Luciano Monti e pubblicato in “Amministrazione in cammino” (Roma, 28 ottobre 2013), nonché all'intervento tenuto in occasione del seminario Astrid del 21 luglio 2014 dal titolo *La progressività come strumento per combattere le disuguaglianze anche generazionali*, nell'ambito del Gruppo di lavoro “Ripensare il sistema fiscale” coordinato dal Prof. Franco Gallo. Il tema è stato anche ripreso in *Divario generazionale e progressività dell'imposta* pubblicato nel quaderno Mefop Prospettive n. 0/16 del maggio 2016.

Sul divario generazionale si veda, in termini socio-economici generali, Luciano Monti, *Ladri di futuro. La rivoluzione dei giovani contro i modelli economici ingiusti*, Luiss University Press, Roma, 2014; nonché *Divario generazionale il senso della dismisura*, Ricerca realizzata da “Club Latina”, Coordinatore e Curatore del volume Luciano Monti, Fondazione Bruno Visentini – Ricerche del Comitato Scientifico.

uguaglianza di cui all'art. 3. A mio avviso, infatti, tali sentenze consentono un approccio al problema del divario vuoi generazionale vuoi sociale (che qui specificamente interessa) innovativo, nel doveroso rispetto dei fondamentali precetti costituzionali.

Invero, in ambedue le citate sentenze traspare con evidenza che nel pensiero della Corte l'attuazione del principio di capacità contributiva presuppone e si articola anche nel criterio della progressività dell'imposizione “*come svolgimento ulteriore, nello specifico campo tributario, del principio di eguaglianza*”<sup>2</sup>. Ciò impone di tener conto di tutti gli elementi di diseguaglianza socio-economica che, nel tema che ci occupa, possono ben essere individuati nel disagio sociale, latamente inteso.

Non può non osservarsi che l'accento fatto dalla Corte al criterio della progressività dell'imposizione, di cui al secondo comma dell'art. 53 della Costituzione, “*come svolgimento ulteriore, nello specifico campo tributario, del principio di eguaglianza*” e, dunque, dello stesso principio di capacità contributiva di cui al primo comma dell'art. 53, appare un forte richiamo al principio della discriminazione qualitativa dei redditi<sup>3</sup>, principio alquanto trascurato – soprattutto negli ultimi anni – dal nostro ordinamento. L'attuazione del principio di discriminazione qualitativa dei redditi può ben imporre di tener conto delle diseguaglianze non solo strettamente economiche ma anche sociali. E nel momento in cui, come nell'attuale contesto, le fasce della popolazione socialmente deboli vengono ad essere maggiormente colpite dalla crisi non può negarsi la razionalità, anche a livello costituzionale, di interventi perequativi a loro vantaggio, anche affidandosi ad interventi che correggano la progressività dell'imposizione o ancora che consentano di approntare strumenti economici a loro vantaggio.

Si tratterebbe ovviamente di introdurre degli elementi qualitativi che consentano di modulare l'imposizione non solo in base all'aumento della ricchezza o del reddito, ma anche sulla base della situazione personale, familiare e sociale. Un accenno in questa direzione viene da un'altra sentenza della Corte Costituzionale, la n. 201 del 9 luglio 2014, in cui la Corte ha giustificato in termini costituzionali la norma (art. 33, d.l. 31 maggio 2010, n. 78, convertito dalla legge 30 luglio 2010, n. 122) che dispone l'applicazione di “una aliquota addizionale del 10 per cento” su *bonus* e *stock option* riconosciuti ai dirigenti del settore finanziario, ritenendo tale previsione coerente e razionale con il particolare *status* soggettivo dei predetti dirigenti in quanto – differentemente dagli altri

---

<sup>2</sup> Non si può fare a meno di ricordare l'affermazione di Thomas Piketty (in *Le capital au XXI<sup>e</sup> siècle*, Ed. Du Seuil, Paris, 2013, p. 816) che “*L'impôt progressif constitue toujours une method relativement libérale pour réduire les inégalités*”.

<sup>3</sup> Il tema della discriminazione qualitativa è stato prevalentemente studiato dalla dottrina economica, per la quale ci si limita a citare due classici: EINAUDI L., *Saggi sul risparmio di imposta*, Einaudi ed., 1958, e COSCIANI C., *Corso di Scienza delle finanze*, Ed. Ricerche, 1968.

lavoratori dipendenti – in grado di “porre in essere attività speculative suscettibili di pregiudicare la stabilità finanziaria”.

L'introduzione di elementi qualitativi nella determinazione dell'imposizione potrebbe consentire l'adozione di politiche perequative e redistributive e, quindi, di discriminazione qualitativa dei redditi attente ai profili personali, familiari e sociali. Una discriminazione qualitativa dell'imposizione che sia, dunque, fondata non solo su elementi quantitativi ma anche qualitativi (personali e sociali), che si esprima sia nella progressività dell'imposizione (“*L'impôt progressif constitue toujours une method relativement libérale pour réduire les inégalités*”, Piketty cit.) sia nell'introduzione di regimi di favore volti ad incentivare gli strumenti, anche finanziari, che tendano all'eliminazione delle disuguaglianze sociali.

In linea generale, può, dunque, affermarsi che non solo non esistono ostacoli al riconoscimento di un trattamento agevolativo alla finanza sociale, e cioè agli investimenti sociali (*social impact investment*), ma addirittura che tale riconoscimento fiscale sia doveroso alla luce di una moderna lettura dei principi costituzionali in materia tributaria. La finanza sociale potrebbe ben rappresentare un primo banco di prova per finalmente rimodellare il nostro sistema fiscale sulla base dell'applicazione del principio della discriminazione qualitativa dell'imposizione, in diretta attuazione sia dell'art. 53 della Costituzione che anche degli articoli 2 (solidarietà) e 3 (uguaglianza sostanziale, in base alla quale “è compito della Repubblica rimuovere gli ostacoli di ordine economico e sociale, che, limitando di fatto la libertà e l'uguaglianza dei cittadini, impediscono il pieno sviluppo della persona umana”).

Va da sé che superato tale primo livello di analisi, direi con carattere generale e non limitato, i singoli concreti interventi di *favor* fiscale sugli strumenti di investimento sociale dovranno rispondere almeno ad un duplice requisito:

1. essere rigorosamente ed esclusivamente diretti alla perequazione sociale, e cioè ad interventi specificamente qualificati sul sociale (ad “*obbiettivi di solidarietà sociale*”, come si esprime l'art. 9, lett. h), della legge delega 6 giugno 2016, n. 106, sulla riforma del terzo settore);
2. rispondere a criteri di razionalità<sup>4</sup> e non introdurre, pertanto, elementi non giustificabili di distorsione nel sistema.

---

<sup>4</sup> La necessità che qualunque intervento di *favor* fiscale risponda a criteri di razionalità è *conditio sine qua non* per la legittimità di misure ancorché di tipo perequativo, non solo in base al costante insegnamento della nostra Corte Costituzionale, ma anche in base alla giurisprudenza della Corte di Giustizia Europea (vedasi, da ultimo, l'interessante sentenza della Corte di Giustizia, sesta sezione, 10 novembre 2016, causa C-548/15).

## 7. I Social Impact Bonds. Natura, funzionamento, criticità<sup>1</sup>

*Davide Dal Maso*

Il Social Impact Bond (SIB) è configurabile come una *partnership* tra diversi attori, sancita da contratti bilaterali e finalizzata a raccogliere capitali privati per promuovere politiche pubbliche innovative. Gli elementi essenziali del modello sono:

- un programma di interventi in campo sociale in grado di generare un impatto sociale (*outcome*) e un risparmio di spesa pubblica;
- un prestito/finanziamento con restituzione del capitale e remunerazione solo in caso di successo del programma.

Il SIB, al pari di altre forme contrattuali del tipo “pagamento a fronte di risultati” (*Pay for Results* - PFR o *Pay for Success* - PFS), è un meccanismo di finanziamento in cui il rendimento per l’investitore è determinato dagli impatti positivi generati da una certa attività sociale.

Il SIB non è quindi un titolo obbligazionario (*bond*) in senso stretto, non essendo il suo modello finanziario e il profilo dei flussi da esso generati riconducibili a quelli di una obbligazione standard, con remunerazione fissa (cedola) e restituzione certa (salvo fallimento dell’emittente) del valore nominale del capitale prestato a scadenza. Il rendimento del SIB è, infatti, variabile come il prezzo di un’azione, che varia (almeno in linea teorica) in base alla *performance* conseguita dall’impresa. In questo caso la remunerazione è legata ai risultati dell’attività finanziata in termini di valore creato per la società.

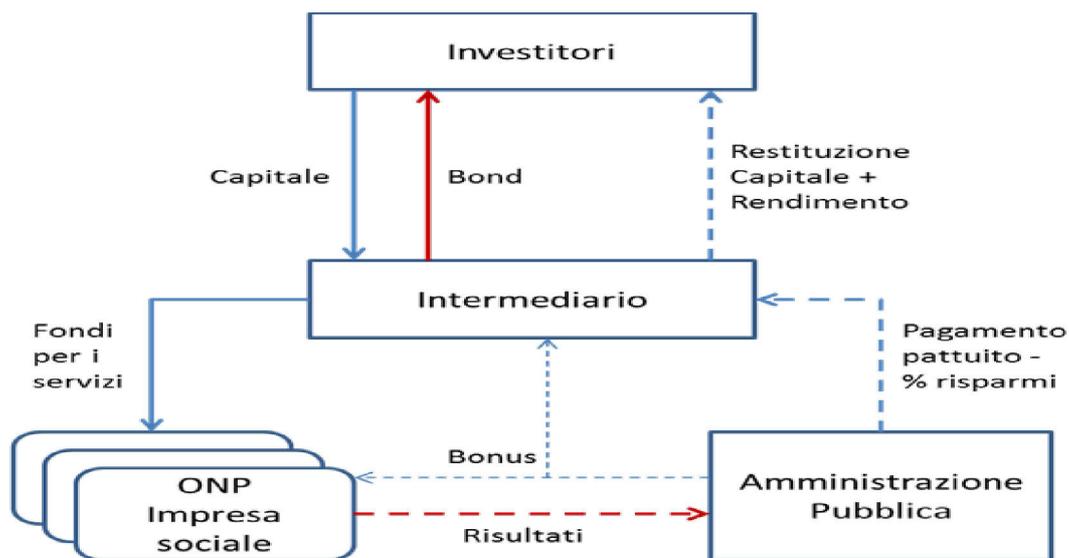
Il SIB è uno strumento finanziario sofisticato, al pari dei derivati; a differenza di quelli normalmente circolanti nei mercati finanziari, tuttavia, non nasce per favorire la speculazione, ma per promuovere l’innovazione sociale e renderla maggiormente scalabile. La complessità dello strumento in questo caso non è legata ad algoritmi complessi che rendono il successo o l’insuccesso di un investimento assai difficile da prevedere; ciò che rende complesso il SIB è la rete di relazioni tra gli attori che prendono parte al processo. Questi sono infatti legati da una *partnership*, riconosciuta anche sotto il profilo contrattuale, in cui alla variabile “rischio finanziario” di un investimento tradizionale si

---

<sup>1</sup> Questo contributo è un adattamento dei contenuti sviluppati da Avanzi per il Quaderno Cariplo 11/2013 *I Social Impact Bond, La finanza al servizio dell’innovazione sociale?* Il contenuto integrale è scaricabile dal sito [www.fondazionecriplo.it/osservatorio](http://www.fondazionecriplo.it/osservatorio)

aggiunge la variabile “fiducia” tra i *partner* che prendono parte al gioco. L’investitore crede nelle capacità di un certo fornitore di servizi sociali di raggiungere un certo risultato; la Pubblica Amministrazione (PA) crede che il servizio innovativo abbia un valore anche in termini economici; tutti gli attori confidano nelle validità e certezza delle rilevazioni statistiche - effettuate da una parte terza indipendente - necessarie a misurare la *performance* del servizio; infine, tutti gli attori hanno fiducia nelle controparti per il rispetto degli obblighi contrattuali.

Non solo, il cuore di questo strumento che, proseguendo il confronto con uno strumento derivato, ne costituirebbe l’attività sottostante, è rappresentato dall’andamento di un’attività nel campo dell’innovazione sociale: l’investitore non scommette più sull’andamento aleatorio di un certo valore (azione, valuta, ecc.), ma sulla capacità di una attività di generare valore sociale ed economico. Un valore reale, non finanziario, un impatto positivo certo per la comunità di riferimento, per la PA e per i beneficiari diretti del servizio sociale che viene erogato.



In molti casi, i progetti di SIB realizzati finora non prevedono neanche l’emissione di titoli obbligazionari da parte di società intermediarie, ma contemplano prestiti o conferimenti di capitale regolati da contratti tra le parti.

La struttura standard di un SIB è composta da cinque portatori di interesse legati tra loro da contratti bilaterali di durata pluriennale:

- una Pubblica Amministrazione (comunale, regionale, nazionale);
- dei fornitori del servizio (tipicamente, organizzazioni *non profit*);

- degli investitori sociali;
- un intermediario specializzato;
- un valutatore indipendente (*Independent assessor*) che misura il risultato finale (*performance*) e certifica il raggiungimento dell'obiettivo.

Alla base di un'operazione di questo tipo vi è la necessità di affrontare un problema sociale con azioni preventive, difficili da realizzare per una PA a causa della scarsità di risorse e dell'avversione al rischio. Per soddisfare la domanda più o meno latente di questi servizi preventivi e innovativi si possono mobilitare alcuni operatori specializzati del Terzo settore: si tratta di imprese sociali e organizzazioni *non profit* in grado di dimostrare una comprovata esperienza nel settore; più precisamente, devono essere nelle condizioni di provare con dati e rilevazioni statistiche affidabili l'efficacia dell'intervento proposto su un determinato gruppo di beneficiari.

La PA interessata a migliorare il proprio servizio e a ridurre i costi può verificare le potenzialità di questi interventi preventivi come modalità alternative di *welfare* e stimare il risparmio che ne conseguirebbe se implementati a una certa scala. L'idea è che servizi preventivi possano essere più efficaci e più efficienti rispetto a programmi di cura tradizionali, fondati solitamente su interventi realizzati solo *ex-post* in risposta a un'emergenza o disagio sociale, e che il conseguente risparmio di risorse possa essere la leva per allineare gli interessi di investitori, amministrazione, intermediario e fornitore del servizio.

L'intermediario svolge il ruolo di promotore del SIB presso la PA e gli altri attori, cercando di facilitare un processo delicato di creazione di relazioni e fiducia. Se esistono le condizioni economiche e di fattibilità, l'amministrazione sigla un contratto con l'intermediario per lo sviluppo del SIB, la ricerca degli investitori, la selezione dei fornitori, la gestione e il monitoraggio continuo dell'attività.

Il contratto tra PA e intermediario prevede un pagamento condizionato al raggiungimento di obiettivi ben precisi, stabiliti in fase di definizione del progetto. Se il programma finanziato non raggiunge l'obiettivo - espresso in termini di beneficio sociale, monetizzabile grazie alla minore domanda di servizi sociali *ex-post* che ne consegue - l'amministrazione non è tenuta a sostenere alcun costo. In caso contrario, cede all'intermediario una percentuale dei costi evitati grazie alla riduzione della spesa pubblica determinata dal programma.

Data l'importanza della valutazione dell'efficacia del servizio preventivo per il funzionamento del meccanismo nel suo complesso, tale attività di verifica viene affidata a una parte terza. Questa,

coordinandosi con l'intermediario, ma facendo affidamento sulla propria professionalità e indipendenza, definisce il sistema di monitoraggio e di misurazione della *performance* finale. La PA trattiene una parte dei risparmi e, oltre al pagamento pattuito nel contratto, versa un premio (*success fee*) all'intermediario e al fornitore del servizio, entrambi proporzionali al risultato (e quindi al risparmio) conseguito.

L'intermediario ha l'obiettivo di raccogliere presso gli investitori i finanziamenti necessari ad avviare il programma di attività previste dal SIB. Non trattandosi di una vera e propria emissione di un titolo obbligazionario da parte della società stessa, l'intermediario può ricorrere alla negoziazione diretta del prestito o creare un veicolo societario costituito *ad hoc* e sottoscritto da investitori sociali e investitori d'impatto (*impact investor*).

Se il programma ha successo, ovvero viene certificato il raggiungimento dell'obiettivo minimo sancito contrattualmente, il capitale prestato viene restituito e, in base ai risultati, il valore del rendimento sul capitale può variare fino al tetto massimo prefissato. Il rischio di perdere il capitale versato è dunque determinato dalla *performance* del servizio, il rendimento dell'investimento è legato al valore creato per i beneficiari del programma e alla società nel suo complesso. Il capitale raccolto presso gli investitori viene impiegato dai fornitori di servizi sociali per implementare il programma e, in parte, viene utilizzato per le spese di gestione e di valutazione a carico dell'intermediario. Il fornitore di servizi che implementa il servizio non è tenuto a sostenere alcun costo aggiuntivo nel caso in cui l'intervento preventivo non raggiunga i risultati attesi. In pratica, assume un'obbligazione di mezzi e non di risultato.

Dato che il finanziamento è concesso in anticipo, l'organizzazione che presta il servizio non deve anticipare capitale proprio. Questo è uno dei punti di forza del meccanismo SIB, in quanto consente di scegliere gli operatori non in base alla capacità di raccogliere fondi, ma in funzione dell'efficacia operativa. Inoltre, per contenere il rischio di finanziare programmi inefficaci, o peggio organizzazioni orientate da scopi opportunistici, il finanziamento viene erogato in diverse rate, man mano che si rende necessario prestare fondi per coprire i costi di implementazione. Un ulteriore meccanismo disciplinante per le *non profit* che erogano il servizio è il monitoraggio continuo da parte dell'intermediario che ha il potere contrattuale per richiedere aggiustamenti nel programma se le misurazioni, effettuate in itinere con il supporto del valutatore, mostrassero il fallimento nel conseguire gli obiettivi intermedi e, al limite, di sollevare il fornitore del servizio dall'incarico.

Il SIB è uno strumento ad alto potenziale, in quanto può garantire il finanziamento di programmi innovativi di prevenzione che al momento non vengono implementati dalle PA per mancanza di fondi o per avversione al rischio. Il trasferimento del rischio di insuccesso all'investitore privato permette al settore pubblico di non esporsi e di non compromettere il rapporto con i contribuenti per un uso non efficiente della spesa pubblica. In questo modo, le amministrazioni possono garantirsi la possibilità di sperimentare interventi innovativi rispetto alle tradizionali strategie di intervento, senza assumersi direttamente il rischio di fallimento. Inoltre, il meccanismo di rendicontazione e verifica statistica da parte di un soggetto terzo e indipendente garantisce la massima trasparenza riguardo gli impieghi delle risorse dei contribuenti.

Tuttavia, esistono alcune condizioni necessarie e alcune criticità che possono limitarne le potenzialità e nel peggiore dei casi rendere il meccanismo inattuabile.

All'origine di una *partnership* di SIB deve esistere nel promotore (il settore pubblico o l'intermediario o un fornitore del servizio) una conoscenza approfondita del contesto e della problematica sociale su cui intervenire. Questa è una risorsa essenziale che nella maggior parte dei casi non esiste e quando esiste è difficilmente accessibile e fruibile, in quanto distribuita tra diversi attori non in contatto tra loro. Il SIB deve fondarsi sulla costruzione di una rete solida di attori che limiti le asimmetrie informative e faciliti l'investimento in attività di innovazione sociale.

L'analisi approfondita del settore e della problematica di cui sopra deve rilevare l'esistenza di attori del Terzo settore (imprese sociali e organizzazioni *non profit*) sufficientemente strutturati e con esperienza nell'erogazione di interventi preventivi e servizi innovativi. Tali programmi devono essere efficaci e avere uno storico di almeno 3-5 anni documentato con il maggior numero possibile di dati.

La definizione di un programma di intervento deve essere accompagnata da una chiara identificazione della popolazione *target*, sufficientemente ampia per generare risultati significativi. La selezione del gruppo di beneficiari deve essere compatibile anche con la metodologia da utilizzare per valutare i risultati; in ogni caso, deve esistere un sistema affidabile di misurazione dei risultati conseguiti, presupposto essenziale del contratto tra PA e intermediario e, più in generale, garanzia dell'obiettività della valutazione del programma per tutti i portatori di interesse.

Un'ulteriore condizione alla realizzazione di un SIB è l'esistenza di PA determinate ad affrontare problematiche sociali con strumenti innovativi e con un orientamento programmatico di lungo periodo, non vincolato al ciclo politico. Queste PA devono poi essere anche in grado di misurare i costi dei

servizi già esistenti, che possono essere abbattuti dall'implementazione di interventi preventivi, di stimare quindi il valore economico degli obiettivi da raggiungere, ovvero il risparmio di costi determinato dagli interventi e, infine, di valutare la liquidabilità e la tempistica di questi risparmi, in modo da liberare le risorse per ripagare l'intermediario e far fronte al contratto siglato.

In alcuni casi esistono dei costi fissi nella spesa pubblica per determinati servizi che non possono essere abbattuti, almeno entro una certa scala dimensionale dell'intervento. Questo rende più difficile liberare risorse per la PA. Allo stesso modo, ci possono essere dei ritardi temporali tra il conseguimento dei risultati attesi e il risparmio stimato per la spesa evitata: anche in questo caso la PA deve avere a disposizione altre risorse per far fronte tempestivamente ai pagamenti dovuti all'intermediario.

Da ultimo, è da considerare il caso in cui la riduzione dei costi non vada a beneficio diretto della PA che ha firmato il contratto, ma di un'altra amministrazione o agenzia pubblica, per cui risulta necessario siglare degli accordi preventivi di ripartizione dei benefici generati e dei costi a essi associati.

Il costo totale del servizio fornito dalle imprese sociali o organizzazioni *non profit* deve risultare inferiore al risparmio che la PA ottiene dalla riduzione della spesa per programmi esistenti. Questo margine di valore è essenziale per il funzionamento stesso del meccanismo, che fa leva proprio sul risparmio creato da servizi più efficienti di quelli esistenti.

Si può affermare che la torta da spartire tra tutti gli attori del contratto SIB deriva proprio da questa marginalità: se non esiste questo scarto, l'investitore non ottiene un rendimento sull'investimento, l'intermediario e il fornitore non ottengono un *bonus*, l'amministrazione non ha interesse ad avviare il programma.

Da questa osservazione emerge una delle criticità più importanti dello strumento: i costi di transazione e di implementazione sono più alti rispetto ad un affidamento diretto pubblico-privato per la realizzazione del servizio. Non solo, più gli interventi sono complessi e incerti, più alto è il rischio dell'operazione, più alto il rendimento richiesto dagli investitori e di conseguenza più alto il costo complessivo del meccanismo di finanziamento. Per questo, un'altra condizione necessaria è l'esistenza di investitori che almeno in una prima fase siano più interessati al valore sociale che al rendimento finanziario *tout court*.

Un profilo che merita un approfondimento è quello della ripartizione del rischio. Per come il meccanismo è normalmente disegnato, il rischio è tutto allocato in capo agli investitori: la PA non deve

sostenere elevati costi iniziali (a parte quelli, interni, di istruttoria e di gestione della negoziazione con i vari attori) e ha come unico onere quello di immobilizzare, per il periodo corrispondente alla durata del progetto, le somme per eventualmente ripagare il SIB; i fornitori dei servizi sociali vengono pagati per le prestazioni rese anche se non raggiungono l'obiettivo; i valutatori vengono pagati comunque per le loro prestazioni professionali; anche l'intermediario o la società di scopo trattiene le commissioni a copertura dei propri costi prelevandole direttamente dal capitale raccolto presso gli investitori.

Quindi, gli unici soggetti che rischiano davvero sono, appunto, gli investitori. I quali, peraltro, sono i soggetti meno coinvolti nell'operatività e meno dotati di poteri di influenza sulle scelte degli altri attori: l'unico diritto che possono vantare è quello ad una periodica informazione sull'andamento del progetto. Tutto il sistema si regge, in sintesi, sulla leva reputazionale, che spinge tutti gli attori del processo a operare con la massima diligenza e professionalità al fine di ottenere i risultati attesi ed evitare un fallimento i cui effetti negativi andrebbero ben oltre la perdita finanziaria da parte degli investitori.

Questa criticità è confermata dal fatto che spesso esistono delle garanzie a copertura dell'investimento, prestate da fondazioni o fondi pubblici che hanno stanziato un ammontare di risorse a fondo perduto. In questo modo, peraltro, la natura stessa dello strumento SIB viene significativamente stravolta: non si tratta dunque di uno strumento "win-win" che garantisce un vantaggio a tutte le parti coinvolte, ma di un meccanismo di leva finanziaria che si rende possibile solo in presenza di un fondo di garanzia. In questo caso, il soggetto che effettua la donazione o stanZIA dei capitali senza pretenderne la restituzione registra una perdita economica. La questione più interessante è, dunque, capire se lo strumento può comunque funzionare in assenza di garanzie sull'investimento e se il livello di rischio per gli investitori può essere abbassato in qualche modo.

Alcune correzioni sembrano quindi necessarie per rendere meno gravoso l'eventuale danno patrimoniale a carico dell'investitore: un maggiore controllo sulle attività di valutazione in itinere della *performance* e la possibilità di sostituire in corso d'opera i fornitori, al momento delegata all'intermediario, e la partecipazione alle perdite in caso di fallimento del programma sia in capo all'intermediario che ai fornitori.

La misurazione dell'impatto sociale creato e, più specificamente, dei risultati ottenuti da un trattamento o servizio per una categoria di persone è certamente l'elemento essenziale nei meccanismi di finanziamento SIB e PfR. Infatti, solo a partire da questo valore si può stimare il costo evitato per il settore pubblico e determinare la redditività dello strumento. I passaggi fondamentali nel percorso di

valutazione sono essenzialmente tre:

- la selezione di un gruppo di trattamento all'interno di una popolazione obiettivo;
- la misurazione dei risultati ottenuti sul gruppo di trattamento (metodo di valutazione);
- la stima del valore economico in termini monetari (modello finanziario).

Il problema sociale su cui si vuole intervenire identifica una *popolazione obiettivo* all'interno della quale si può selezionare con opportuni criteri un gruppo di trattamento al quale fornire il servizio di supporto o assistenza oggetto del SIB. La selezione del gruppo di trattamento si può basare su dati e caratteristiche individuali, opportunamente raccolte, ma in ogni caso deve soddisfare il criterio di prevalenza, ovvero contenere un alto numero di individui che presentano il problema/i problemi oggetto dell'intervento. La numerosità del gruppo di trattamento è l'esito di un *trade off* tra significatività dell'intervento e costi di erogazione del servizio. Il pagamento per il risultato viene effettuato solo se quest'ultimo è statisticamente significativo, cioè se è di dimensione sufficientemente ampia da poter dire che è determinato dall'intervento. Ma l'aumento della numerosità del gruppo trattato comporta un aumento del finanziamento necessario all'erogazione del servizio. Per effettuare la migliore selezione possibile del gruppo di trattamento devono essere disponibili tutte le informazioni rilevanti sulla popolazione obiettivo, organizzate per indicatori rappresentativi delle caratteristiche individuali (o familiari nel caso di trattamento rivolto ai problemi familiari) che meglio descrivono la situazione di disagio sociale. Un problema di cui tenere conto nella selezione del gruppo di trattamento è quello che viene definito come "*cherry picking*" ovvero il rischio che vengano selezionati solo gli individui più facili da aiutare condizionando in questo modo la *performance* effettiva del programma.

La scelta di un'adeguata numerosità non è, tuttavia, condizione sufficiente per rilevare correttamente l'esistenza di nessi causali. Un secondo elemento indispensabile per ottenere tale risultato è rappresentato dalla scelta del *metodo di valutazione*.

Tale scelta è condotta a partire dall'identificazione del risultato che si pensa di conseguire implementando il trattamento su un determinato gruppo di individui. In alcuni casi la complessità dell'intervento e del problema sociale che si intende affrontare richiede una valutazione più ampia e la selezione di più impatti da misurare. Inoltre, i risultati devono essere quantificabili. La definizione della metodologia più appropriata per un determinato programma, così come la costruzione di un contratto SIB, implica un lavoro di progettazione *ad hoc* che deve comunque tenere conto di alcune condizioni necessarie. Il risultato deve infatti: (i) portare ad un miglioramento nelle condizioni di vita del gruppo

*target* altrimenti non conseguibile (addizionalità); (ii) essere misurabile tramite indicatori sufficientemente rappresentativi; iii) tradursi in una riduzione dei costi in capo al settore pubblico.

Verificare l'addizionalità dell'intervento significa misurare rigorosamente i suoi risultati. A questo obiettivo rispondono le tecniche di valutazione controfattuale che si basano sul confronto dei risultati ottenuti sulla popolazione trattata con quanto si registra su un'altra popolazione, selezionata in modo da approssimare ciò che sarebbe successo in assenza dell'intervento. Per poter dire qualcosa sulla sua efficacia è infatti necessario isolare i cambiamenti causati dallo specifico intervento tra tutti quelli che, in un determinato lasso di tempo, si sono verificati nel gruppo o nel territorio oggetto dell'intervento (dinamica spontanea).

Il secondo problema cui occorre ovviare è quello riguardante i beneficiari dell'intervento che, se non fossero selezionati casualmente tra la popolazione generale (*selection bias*), potrebbero inficiare la stima degli effetti. Per ovviare a questo problema, in letteratura sono stati sviluppati diversi approcci, frequentemente utilizzati nelle scienze sociali per l'analisi dell'efficacia di politiche pubbliche e/o trattamenti sociali o terapeutici innovativi, riconducibili essenzialmente a tre principali categorie metodologiche:

- metodi sperimentali, che prevedono il confronto con un gruppo di controllo;
- metodi quasi-sperimentali, che realizzano il confronto con un gruppo statistico;
- metodi non sperimentali, in cui il confronto è fatto in riferimento a una *base-line* storica o prevista.

Le tre metodologie presentano diversi gradi di affidabilità dei risultati, complessità tecnica e fattibilità politica.

La *stima del valore economico* dell'impatto generato dal trattamento è molto complessa e frutto di opportune elaborazioni da effettuare all'interno dell'amministrazione committente. Si deve stimare in primo luogo il costo sociale del problema ovvero la spesa pubblica che viene sostenuta per finanziare programmi tradizionali di sostegno a determinati individui o famiglie interessate. Tale spesa calcolata su base *pro capite* deve essere ricollegabile ai risultati del trattamento: se, per esempio, si tratta di un programma per ridurre il numero di carcerati, si andrà a considerare il costo di detenzione annuo per carcerato. Il valore può essere stimato grazie a statistiche dell'amministrazione o a elaborazioni *ad hoc* e dovrà comunque essere negoziato tra le parti. Questo è il "costo" di riferimento che viene poi moltiplicato per il valore dell'indicatore di risultato, nel nostro esempio il numero di carcerazioni

evitate, ovvero il valore economico che verrà pagato dalla PA in caso di raggiungimento dell'obiettivo pattuito.

I punti di criticità del SIB sono evidentemente nei costi di transazione e di implementazione, significativamente più alti rispetto ad un affidamento diretto pubblico-privato per la realizzazione del servizio. Essi derivano in gran parte dal livello di complessità dell'architettura finanziaria e dai costi impliciti nella creazione del modello contrattuale. Inoltre, le metodologie di misurazione dei risultati e di stima del valore economico, che rappresentano un elemento portante del sistema, non si può dire siano del tutto consolidate sotto il profilo tecnico e scientifico.

Resta il problema della concentrazione del rischio finanziario in capo agli investitori, che sono i soggetti meno coinvolti nell'operatività e meno dotati di poteri di influenza sulle scelte degli altri attori: la presenza di fondi di garanzia a fondo perduto in molti dei casi sin qui realizzati indica che il rischio percepito è troppo elevato anche per investitori sociali.

Detto tutto questo, il SIB continua a rimanere uno strumento cui guardare con interesse per la sua capacità di garantire un sostegno all'innovazione, non tanto nei contenuti delle pratiche sociali, quanto nella mobilitazione di nuovi attori, soprattutto nell'ambito della comunità finanziaria. Da questo punto di vista i progetti finanziati attraverso i SIB rappresentano un modello di sperimentazione complementare (certamente non sostitutivo) al sistema basato esclusivamente su fondi pubblici.

Un contributo importante che la logica del SIB può fornire è senza dubbio nel miglioramento dei sistemi di misurazione delle performance degli operatori sociali e quindi nell'affermazione di una cultura dell'accountability da un lato, e dall'altro lato, nella spinta verso formule più efficaci nel processo di erogazione da parte di fondazioni e di altri donatori, attraverso l'attivazione di un meccanismo di leva.

Nel contesto italiano, peraltro, la compatibilità con le regole di finanza pubblica è tutt'altro che scontata. In primo luogo, per la natura di contratto derivato del SIB. Come è noto, dopo le numerose disavventure finanziarie in cui sono incorse diverse amministrazioni locali, l'utilizzo di questi strumenti è stato molto limitato. Inoltre, il patto di stabilità rende più difficile l'accantonamento della spesa per l'eventuale remunerazione del SIB.

Ma il problema principale nel nostro Paese sembra essere costituito dalla scarsa disponibilità di dati affidabili e coerenti, che rende difficile sia la valutazione dei risultati al fine dell'applicazione dei

meccanismi contrattuali sia l'elaborazione di analisi basate su metodi controfattuali in grado di misurare l'efficacia degli interventi.

Non va, infine, sottovalutata l'importanza di altri elementi ostativi, anche di natura culturale, quali, ad esempio, la bassa propensione alla collaborazione, anche tra le varie PA, la farraginosità delle procedure amministrative e la possibile resistenza al cambiamento (avversione al rischio) sia da parte delle PA sia da parte degli operatori dell'offerta di servizi.

**L'ESPERIENZA CONCRETA:  
ISTITUZIONI E OPERATORI**



## **8. Gli investimenti a impatto sociale dal punto di vista delle Casse di previdenza dei professionisti**

*Felice Damiano Torricelli*

ENPAP, l'Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza degli Psicologi, sta ragionando da un paio d'anni sulla possibilità di attivare investimenti che mettano a frutto i denari accumulati dagli iscritti facendo in modo che non solo rendano un utile monetario, ma anche un'utilità sociale alla collettività, ed in particolare alla stessa professione di psicologo.

L'elaborazione in questo senso è partita dalla constatazione che la professione di psicologo, come la grande maggioranza delle professioni liberali, sta soffrendo la crisi degli ultimi anni in maniera importante. I tagli al sistema di prevenzione sociale nazionale che i diversi governi succedutisi dal 2007 ad oggi hanno effettuato, hanno di fatto tolto possibilità di lavoro ad un numero molto elevato di psicologi, oltre a ridurre i servizi di prevenzione in aree di grande allarme con gravi ricadute in termini di costi anche economici, se non governati. I redditi di categoria sono peraltro stagnati anche a fronte del grande incremento di neoiscritti che si registra negli ultimi anni.

Il sistema previdenziale contributivo fa discendere gli importi pensionistici esclusivamente dai contributi accumulati e versati ogni anno in proporzione ai redditi conseguiti; come Cassa di previdenza emerge, quindi, l'urgenza strutturale di un impegno per dare sostegno ai redditi degli iscritti, per aiutarli a stare meglio sul mercato, a rispondere nella maniera più adeguata ai bisogni oggi emergenti nella società, bisogni che vanno strutturandosi in maniera diversa da quella che era anche solo 15 anni fa.

Uno degli strumenti considerati nella ricognizione circa le possibilità per operare in questo senso è stato quello dei Social Impact Bond (SIB): non tanto perché il SIB, così come è nato nei Paesi anglosassoni, sia uno strumento importabile tout court in Italia, quanto perché questo strumento è altamente suggestivo di una modalità che restituisce valore a tutte le parti coinvolte nel suo sviluppo e nella sua gestione.

Il modello del SIB applicato alla prevenzione del disagio collettivo a cura dagli psicologi è un modello che nella teoria dei giochi, a cui spesso si rifanno gli psicologi nel loro lavoro, è potenzialmente di tipo Win-Win; un tipo di interazione in cui - fatto salvo il rischio connesso alla sperimentazione iniziale del modello operativo sottostante - tutti i partecipanti all'interazione "vincono": vincono i cittadini che vedono aumentati i servizi e la loro qualità di vita senza dover

pagare in più per questo; vince lo Stato Sociale che risparmia e rende altamente efficiente la sua spesa, pur dando indicazioni circa le priorità politico-strategiche nella risoluzione dei problemi sociali e nell'implementazione dei servizi; vincono gli investitori, che se raggiungono l'obiettivo di migliorare la qualità della vita dei loro concittadini hanno un ritorno economico e al contempo perseguono uno scopo fondante il loro statuto per il fatto stesso di contribuire alla realizzazione di un progetto sociale; vincono gli operatori professionali coinvolti e le imprese sociali che riescono a trovare occupazione; vince la scienza, visto che si riescono a definire e verificare protocolli di intervento efficienti e ripetibili laddove spesso prima esistevano prassi non uniformi e discontinue; vince, in generale, il Sistema Paese, che riesce così ad attivare un modello che mette a disposizione risorse in settori che non ne hanno.

Partendo da queste considerazioni ENPAP sta cercando di capire in che modo le caratteristiche del SIB - di rendere possibile l'investimento ad un investitore istituzionale, di rendere un beneficio alla collettività e di far sì che questo beneficio collettivo generi un rendimento economico e, se possibile, anche una valorizzazione dell'apporto delle professioni sociali - siano funzionali nell'attuale congiuntura. Si è provato a vedere se davvero la categoria era in grado di mettere in piedi costruzioni progettuali in grado di misurare i risultati sociali assieme a quelli economici. A tal fine è stata attivata una "Call" aperta a tutti gli iscritti, chiedendo loro di inviare progetti che avessero, da un lato, la valorizzazione dell'Impatto Sociale, con una descrizione la più articolata possibile dei benefici che i singoli partecipanti e la collettività avrebbero ricevuto dall'intervento, e dall'altro, la possibilità di individuare e misurare il beneficio economico che sarebbe stato possibile ricavare in termini, per esempio, di risparmio stimabile della spesa pubblica.

Sono stati raccolti circa 300 progetti, la cui reale fattibilità è stata poi valutata da una commissione di esperti che ne ha selezionati circa 100, che ad oggi costituiscono un portafogli di progetti sociali realizzabili, caratterizzati dalla possibilità di produrre una ricaduta economica potenzialmente misurabile assieme ad un beneficio per la collettività e per le persone direttamente coinvolte.

Questi progetti spaziano in vaste aree del sociale e del socio-sanitario sostanzialmente abbandonate a se stesse negli ultimi anni: hanno a che fare, ad esempio, con la gestione delle malattie croniche, che già oggi sono un costo elevatissimo, e che sempre di più lo saranno visto l'aumento costante della popolazione anziana; con la gestione delle devianze, tema fondativo dei SIB nella loro prima versione inglese e rivelatosi di così grande soddisfazione per tutte le parti coinvolte da definire in gran parte il nuovo modello di trattamento adottato per tutto il sistema

carcerario inglese; con la violenza di genere, che crea non solo tante sofferenze alle persone, ma anche tante difficoltà di tipo economico; con la prevenzione della salute mentale, messa sempre più a rischio in questa epoca di continui e profondi mutamenti sociali, di precarizzazione delle identità, di venir meno di una serie di supporti sociali prima disponibili (la famiglia, lo Stato, la chiesa, la scuola, la politica) che ora faticano a fungere da punti di riferimento credibili per supportare le scelte delle persone; con il trattamento di disturbi dell'apprendimento e con la riduzione della dispersione scolastica, ancora oggi a livelli preoccupanti in ampie aree del Paese; con la gestione delle diversità, messe in particolare evidenza dagli imponenti flussi migratori con cui abbiamo avuto, e sempre di più avremo, a che fare.

Un po' invertendo il percorso di formazione dei SIB inglesi, nati per un forte commitment del governo preoccupato di non avere più risorse disponibili per affrontare questioni sociali drammatiche e con una grande ricaduta economica, si è quindi costruito questo portafoglio di progetti con lo scopo di sollecitare un commitment pubblico anche in Italia.

Raccontando cosa e come si può fare per intervenire prevenendo i danni gravi in campo sociale e le loro ricadute economiche per la collettività, l'obiettivo è riuscire ad indicare alla politica la possibilità di utilizzare anche gli investimenti della previdenza dei professionisti a questo scopo e spingerla a definire un proprio commitment per i prossimi anni. Ancora, sollecitare la ripresa di una politica degli interventi di prevenzione sociale - che la caduta del Welfare State a seguito della crisi del 2008 sembra aver cancellato dalle agende della politica - e contemporaneamente proporre una modalità di investimento nel Sistema Paese, da parte delle Casse di Previdenza professionali, con strumenti finanziari collaborativi coerenti con le finalità previdenziali, che diano un beneficio oltre che all'economia generale del Paese anche ai parametri di qualità di vita (che nel PIL non sono contemplati) e mettano in circolazione le risorse e il valore delle professioni, oggi a rischio di marginalizzazione.

ENPAP è disposto ad investire una quota dei suoi fondi per sperimentare la fattibilità di un modello di investimento che riprenda le principali suggestioni dei SIB e ad investire in uno o più progetti, derivanti da questo portafoglio o anche elaborati ad hoc dalla collettività professionale degli psicologi, sulla base di un mandato della P.A. Sebbene la struttura del Bilancio pubblico italiano è tale da non rendere immediatamente riproponibile, in Italia, un modello SIB che ricalchi quello inglese senza rendere ulteriormente macchinoso un meccanismo già di per se complesso, alcune azioni legislative recenti sembrano proporre spazi di azione interessanti. C'è una grande attenzione, infatti, per la normativa di riforma del Terzo Settore che, istituendo il Fondo per l'Italia

Sociale, apre alla possibilità per finanziatori privati di intervenire sull'innovazione delle politiche e degli interventi sociali. I decreti attuativi dovranno spiegare in che modo l'intervento dei privati sarà possibile, e in ogni caso potrebbe crearsi uno spazio di interlocuzione, non solo per ENPAP, ma anche per tutte le professioni che vogliono investire nel Sistema Paese ed anche su loro stesse, rendendo alla collettività il valore intellettuale, la spinta all'innovazione, la capacità delle professioni di governare tecnicamente quei fenomeni complessi di cambiamento che oggi rappresentano la sfida principale per la politica.

I cento progetti selezionati da ENPAP sono stati raccolti in un volume che sarà diffuso a tutti i potenziali stakeholder di questo progetto e principalmente al mondo della politica, che si proverà a coinvolgere, assieme al mondo della finanza, chiamato a definire meccanismi operativi per dare seguito concreto ai progetti, in un prossimo convegno di studio e confronto.

## **9. L'approccio di Quadrivio Capital all'impact investments: opportunità e prospettive**

*Pasquale Merella*

### **9.1 L'approccio all'impact investment**

Nell'ambito della teoria economica di portafoglio, l'attenzione principale è sempre stata rivolta alla ricerca di un portafoglio efficiente sulla base del rapporto tra rendimenti attesi e volatilità. La novità del mondo “*Impact Investment*” consiste nel conservare lo stesso modello teorico di base, ampiamente condiviso in letteratura, ampliandolo tramite l'inclusione di una serie di variabili “meta-economiche” che attengono in particolare alla dimensione “*impact*”. Con particolare riguardo a quest'ultimo aspetto, vale la pena sottolineare che il nome stesso assegnato a questa particolare stile di investimento, detta appunto “*Impact Investment*”, suggerisce infatti di esprimere come e cosa si intenda per “*impatto*”, accostandolo alle note logiche di investimento. Proseguendo su questo ragionamento, emerge con maggiore chiarezza il legame che intercorre tra la teoria di portafoglio, prima citata, e l'esercizio di massimizzazione della funzione di utilità dell'investitore che, in questo ambito, vede una forma diversa rispetto alla sua versione classica basata sul solo livello di consumo individuale. In particolare, come accennato, l'inserimento di una dimensione meta-economica influenza la desiderabilità dell'universo delle allocazioni possibili di portafoglio.

Tutto ciò premesso, il requisito di un'adeguata remunerazione per il rischio assunto dagli investitori risulta una condizione essenziale affinché l'Impact Investments raggiunga una scala significativa; in sua assenza, infatti, l'allocazione destinata a questo settore da parte degli investitori istituzionali sarebbe solo di tipo residuale.

Appare dunque rilevante rimanere in uno schema di ottimizzazione di portafoglio, non trattandosi di “*charity*” o “*granting*”, in cui il miglior modo per approcciare lo stile di investimento Impact Investment risulta quello di evidenziarne la possibilità di perseguire obiettivi anche extra-economici: scopi di avanzamento o progresso sociale o economico, riduzione della produzione di CO<sub>2</sub>, inclusione finanziaria, supporto allo sviluppo economico o all'occupazione in un'area o di una categoria professionale. L'attenzione alle tematiche di tipo “*impact*”, e dunque agli obiettivi meta-economici, trova un'importante applicazione nello sviluppo virtuoso del sistema finanziario per ciascun Paese. Infatti, proprio agendo sui meccanismi di trasmissione dei flussi finanziari, favorendone prima di tutto l'accesso a quella fascia di popolazione che sarebbe altrimenti esclusa dal sistema finanziario tradizionale e operando tramite istituzioni di micro-finanza, si perviene a realizzare un tipico intervento che si caratterizza per avere un impatto sullo sviluppo socio-

economico di un Paese, indirizzando in ultima analisi gli investimenti verso la filiera produttiva. Le istituzioni di micro-finanza consentono, infatti, di raggiungere un maggiore livello di inclusione degli agenti economici, scongiurando la formazione di cortocircuiti che finirebbero per isolare la fascia di popolazione a basso reddito.

Le decisioni di allocazione di portafoglio si caratterizzano quindi per investimenti che tipicamente riguardano o la partecipazione al capitale di rischio e di debito delle istituzioni di micro-finanza ovvero l'investimento direttamente in pool di prestiti concessi a micro-imprenditori. Pertanto, le soluzioni operative permettono di investire sia lato *equity*, in maniera più aggressiva – sia lato *fixed income*, con un profilo più prudentiale.

Per un investitore istituzionale l'Impact Investment rappresenta sicuramente un'opportunità di rendimento che può essere articolata anche bilanciando le due asset class menzionate. In ambito previdenziale, nel quale peraltro i Fondi Pensione e le Casse di Previdenza nascono proprio con una finalità “meta – economica” rappresentata dalla copertura del bisogno previdenziale degli iscritti durante la fase di quiescenza, anche alla luce dell'attuale contesto di bassi tassi di interesse emerge in maniera più chiara l'esigenza di una “giusta” remunerazione del capitale. Tale aspetto risulta particolarmente importante soprattutto in considerazione del risk appetite attuale con riferimento ai livelli reddituali che prospetticamente non appaiono soddisfacenti e non sostenibili per larga parte della popolazione pensionata e pensionanda, in concorso anche con rilevanti deficit previdenziali in gran parte dei paesi OCSE.

## **9.2 L'esperienza di Quadrivio Capital SGR sull'impact investment**

L'approccio adottato da Quadrivio Capital SGR nasce da un'esperienza maturata su investimenti effettuati in portafogli geograficamente diversificati di istituzioni finanziarie, le quali forniscono principalmente finanziamenti e altri servizi finanziari a micro, piccole e medie imprese così come ad individui a basso reddito nei propri mercati di riferimento (*Micro, Small and Medium Enterprises Banks, MSME Bank*).

Le idee di investimento che hanno caratterizzato la costruzione del portafoglio di MicroFinanza I, primo fondo dedicato da Quadrivio e che ha raccolto 84 milioni di euro, evidenziano una scelta dei razionali di investimento basati sulle potenzialità di crescita economica reale interna dei Paesi in cui sono presenti le MSME Bank e che presentino anche una tangibile espansione nel settore delle piccole e medie imprese.

La strategia di gestione che meglio esprime l'approccio sin qui descritto prevede la conservazione del valore del capitale investito, offrendo una remunerazione non speculativa,

idealmente almeno pari al 2% oltre il tasso di inflazione europeo. Dal punto di vista operativo, l'esperienza maturata dalla SGR porta ad evidenziare risultati soddisfacenti in termini di contribuzione allo sviluppo delle micro e piccole imprese sia personali sia collettive, dunque assumendo un ruolo di primo piano nel supporto alla creazione ed espansione delle attività imprenditoriali agendo in loco, principalmente nei Paesi in via di sviluppo per il tramite di istituzioni di micro finanza.

Un aspetto di assoluto rilievo è rappresentato dall'attenzione alla diversificazione del rischio, dal punto di vista sia geografico sia di controparte. Risulta pertanto fondamentale l'attenzione all'*asset allocation* definita ex-ante in termini di strategia di investimento in coerenza con il profilo di rischio comunicato agli investitori. Lo stile di gestione adottato per il fondo MicroFinanza I ha permesso di finanziare oltre 340 istituzioni di micro-finanza con una esposizione media per singolo Paese che non supera il 3%, consentendo quindi di essere presenti con investimenti di tipo globale. Sempre con riferimento alle scelte di portafoglio, vale la pena sottolineare le scelte di *asset allocation* che nell'esperienza di Quadrivio hanno portato a dedicare circa il 60% - 70% della propria capacità a investimenti con natura di credito e la restante ad investimenti in capitale di rischio. Tale impostazione ha permesso di registrare, negli ultimi due anni, un rendimento annuo nell'ordine del 5%.

Infine, la scelta di Quadrivio sulla *governance* del proprio fondo è stata di replicare quella già nota, standard di mercato, per i fondi di *private equity* e di *private debt* (responsabilità di gestione in capo alla SGR, Comitato Investimenti e Team di gestione dedicato, presenza di organi di rappresentanza dei quotisti con funzione di controllo sulla gestione in coerenza con le finalità e gli obiettivi specificati nel regolamento del fondo).

Il raggiungimento di importanti obiettivi in termini di "Impact", rappresentati dal contributo ai *ratios* che registrano le quote di inclusione finanziaria della popolazione, come già illustrato in precedenza, unitamente a risultati di performance superiori ai target iniziali rendono sempre più interessante il comparto dell'Impact Investment per gli investitori istituzionali.

L'esperienza fino ad ora maturata ha permesso a Quadrivio di lanciare recentemente una seconda iniziativa nel settore dell'Impact Investment, un fondo dedicato all'investimento in intermediari finanziari di micro finanza e per la piccola e media impresa quotati a livello globale, secondo uno schema assimilabile al "*Private Investment in Public Equity*". La strategia prevede il raggiungimento di obiettivi di redditività allineati a quelli di un fondo di *private equity emerging markets* e, in aggiunta, un superiore livello di liquidabilità dell'investimento e minori commissioni rispetto al medesimo riferimento di comparazione, ottimizzando dunque il rapporto rischio-

rendimento. Inoltre, dal punto di vista “Impact” le scelte di investimento saranno guidate dalle evidenze registrate dai principali indicatori di sostenibilità sociale, ambientale ed extra-finanziaria secondo i criteri *Environmental Social Governance* (ESG), privilegiando le istituzioni quotate su mercati locali o internazionali con un livello di liquidità congruo alle esigenze del Fondo.

### **9.3 Profili di rischio-rendimento dell’investimento in microfinanza a livello globale, quali opportunità e prospettive in Italia?**

Il settore dell’Impact Investments offre diverse opportunità di investimento con interessanti profili di rendimento-rischio e l’esperienza maturata da Quadrivio, come illustrato in precedenza, evidenzia in maniera particolare questo aspetto.

Osservando le performance mediane delle istituzioni di micro-finanza che complessivamente gestiscono un portafoglio crediti aggregato, come si evince dalla pubblicazione “*Microfinance Barometer 2016*”, si osserva che il *return on equity* di queste istituzioni ha registrato un valore pari al 9,4% (dati riferiti al 2014). Inoltre, dal punto di vista del rischio, tali istituzioni presentano tipicamente dei *risk covered ratio* superiori al 150%. Tale indicatore è dato dal valore del fondo rischi su crediti rapportato al portafoglio PAR30, ossia la parte di portafoglio scaduta da oltre 30 giorni che viene considerata – nell’industria della micro-finanza – come un *non performing loan*<sup>1</sup>. Pertanto, la scelta di opportune istituzioni di micro-finanza permette di raggiungere livelli interessanti di performance con un’attenzione al rischio di credito. Va detto però che risulta altrettanto importante il grado di specializzazione sia del team di investimento sia del comitato investimenti che deve affiancarlo, quindi l’attenzione alla selezione dei gestori risulta cruciale.

Con specifico riferimento al nostro territorio nazionale, osserviamo un contesto che appare difficilmente comparabile con le metriche globali, le evidenze riscontrate mostrano infatti particolari e significative differenze. Il business della microfinanza in Italia risulta sicuramente più complesso, mancando un’industrializzazione del settore; nel nostro Paese risulta esserci un solo operatore che abbia raggiunto il punto di equilibrio.

Gli impieghi ad “impatto” risultano ad oggi ancora molto limitati per ammontare di masse impiegate. Il superamento di questa condizione risulta fondamentale: il raggiungimento di una massa critica è infatti fondamentale per il conseguimento di economie di scala che rendano il business pienamente sostenibile (oltre ad essere in grado di generare un vero “impatto”, qualsiasi sia l’obiettivo perseguito).

---

<sup>1</sup> A fronte di una definizione di *non performing loan* nel settore bancario “tradizionale” corrispondente al PAR90 ossia portafoglio scaduto da almeno 90 giorni.

Inoltre un ulteriore elemento di complessità è dato dalla mancanza di statistiche significative, riferite al nostro Paese, tali da permettere un pieno apprezzamento, anche dal punto di vista quantitativo, del profilo di rischio-rendimento di investimenti “impact” in Italia.

Gli ambiti che appaiono particolarmente interessanti e meritevoli di approfondimento sono rappresentati dal supporto alle filiere produttive tipiche dei diversi distretti italiani. Inoltre, anche il tema dell’assistenza sanitaria e dei servizi alla persona, da svilupparsi anche in coerenza e coordinamento con le finalità “istituzionali” di fondi pensione e casse previdenziali, appare di assoluto interesse e meritevole di ulteriore sviluppo.

## **10. UBI Comunità: l'esperienza di un intermediario bancario**

*Guido Cisternino*

L'esperienza di UBI Banca è quella di una banca commerciale tradizionale che, nonostante avesse "storicamente" una quota di mercato "nel sociale" (in termini di impieghi e raccolta) più elevata rispetto a quella del sistema bancario, ha deciso, a fine 2011, di avviare un percorso strategico per cercare di migliorare sempre di più l'efficacia dell'azione nei confronti dell'imprenditoria sociale e del mondo del non profit in generale, attraverso la costituzione di una divisione commerciale specialistica denominata UBI Comunità.

In particolare, in un contesto di crisi del welfare tradizionale e di calo strutturale delle risorse pubbliche, UBI Banca ha colto l'importanza di sostenere gli investimenti e l'innovazione sociale da parte delle imprese e cooperative sociali anche attraverso una piattaforma di strumenti finanziari dedicati, prospettando una crescente domanda di beni e di servizi ad alto contenuto sociale provenienti dal "basso" ovvero dai cittadini, l'accentuarsi di percorsi imprenditoriali da parte delle imprese sociali ed una crescente convergenza tra le diverse anime del non profit.

In questa prospettiva, tutta la banca è stata "coinvolta e impegnata" per costruire non solo una gamma di prodotti e servizi dedicati, ma un approccio distintivo e specialistico volto a creare relazioni forti, basate in primis sulla conoscenza, sull'expertise e sul coinvolgimento degli stakeholder.

In termini di conoscenza, ogni anno ad esempio è monitorato lo stato del fabbisogno finanziario dell'imprenditoria sociale e si osservano i trend più significativi del non profit produttivo, attraverso l'Osservatorio UBI Banca su Finanza e Terzo Settore realizzato in collaborazione con Aiccon; si tratta della prima rilevazione che pone al centro il tema della finanza e del rapporto tra banche e non profit, anziché quello della filantropia.

UBI Banca ha inoltre sviluppato alcuni strumenti interni volti a favorire la valorizzazione delle specificità e degli elementi caratteristici, anche intangibili e valoriali, delle due principali anime del non profit, quello cosiddetto "economico" e quello "sociale", per migliorare la "chiave di lettura" anche in termini di valutazione creditizia.

All'interno di UBI Comunità rivestono senz'altro un ruolo significativo i Social Bonds. Si tratta di prestiti obbligazionari emessi da UBI Banca o da una delle Banche Rete del Gruppo finalizzati al sostegno di iniziative di elevato valore ed impatto sociale; offrono ai sottoscrittori un rendimento di mercato e prevedono che, con il funding rinveniente dal prestito obbligazionario

collocato, la Banca eroghi somme di denaro a titolo di liberalità (cosiddetti Social Bond *grant based*) e/o finanziamenti a condizioni competitive a sostegno di progetti o investimenti ad elevato impatto sociale (cosiddetti Social Bond *loan based*)<sup>1</sup>.

A tale riguardo, uno dei fattori di successo dei Social Bond UBI Comunità è rappresentato dal coinvolgimento degli stakeholder del Gruppo UBI Banca – nella fattispecie oltre 31.000 clienti - nella loro sottoscrizione. Tale aspetto evidenzia il ruolo determinante che il risparmio privato – la cui entità rappresenta uno dei punti di forza del nostro Paese - può giocare, se opportunamente valorizzato, nello sviluppo ed affermazione degli strumenti di finanza sociale<sup>2</sup>, ancora di più qualora fossero accompagnati da meccanismi fiscali di vantaggio (tassazione allineata a quella dei titoli di stato o almeno ridotta). La stessa Legge Delega per la Riforma del Terzo Settore punta a promuovere gli strumenti di finanza sociale (quali i titoli di solidarietà), a conferma della validità di questo strumento. Grazie ai Social Bond gli investitori istituzionali possono infatti diversificare il proprio portafoglio, rispondendo anche alla propria responsabilità sociale d'impresa, i risparmiatori privati possono coniugare obiettivi di interesse generale con quelli di una adeguata remunerazione del proprio risparmio, le organizzazioni non profit beneficiano di risorse finanziarie aggiuntive ed infine i cittadini vedono aumentare l'offerta di servizi sociali per la comunità.

Un'importante evoluzione dei Social Bond ha riguardato l'introduzione, a partire da gennaio 2015, dell'utilizzo dello strumento *SROI (Social Return on Investment)* all'interno del loro processo di strutturazione per valutare l'impatto sociale dei progetti collegati ai Social Bond emessi da UBI Banca quale strumento per una più efficace allocazione delle risorse a favore delle iniziative di carattere sociale che maggiormente incidono sul cambiamento e di *accountability* nei confronti della clientela<sup>3</sup>. Del resto quello della valutazione e valorizzazione dell'efficacia sociale delle attività svolte è un aspetto fondamentale e di estrema attualità. L'utilizzo dello strumento SROI è stato inoltre esteso per valutare l'impatto sociale generato dai progetti sostenuti tramite la *Sicav Social 4 Future*, la nuova soluzione di investimento a responsabilità sociale della SGR del Gruppo UBI Pramerica a favore dei quali UBI Banca e/o la società di gestione devolvono a titolo di liberalità parte delle commissioni incassate<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Dal 2012 a dicembre 2017 il Gruppo UBI ha collocato 82 Social Bond UBI Comunità, per un controvalore di € 878 milioni, erogando grant per oltre € 4 milioni a favore di altrettanti progetti a forte valenza sociale e stanziando plafond per finanziamenti di circa € 20 milioni per iniziative di innovazione sociale.

<sup>2</sup> I risultati della indagine 2015 di Customer Satisfaction condotta sui sottoscrittori dei Social Bond UBI Comunità ha evidenziato che solo il 22% dei sottoscrittori ha fatto investimenti simili nel passato e che il 97% li sottoscriverebbe nuovamente.

<sup>3</sup> Secondo l'indagine 2015 di Customer Satisfaction, l'85% dei sottoscrittori intervistati attribuisce importanza ad essere informati sull'uso risorse

<sup>4</sup> Si tratta di soluzione di investimento di tipo bilanciato obbligazionario che combina le opportunità di crescita offerte dai mercati azionari e obbligazionari con criteri di selezione degli investimenti che perseguono obiettivi di sviluppo sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale; collocati nel 2016 circa € 386 milioni a fronte dei quali sono maturate liberalità per circa € 386.000.

Un altro esempio di innovazione introdotta nel mercato da UBI Banca, in questo caso grazie al suo expertise nell'ambito della finanza di progetto, riguarda la recente operazione di Project Finance ad Impatto Sociale realizzata a fronte di un progetto di riqualificazione di una struttura residenziale per anziani - promosso da alcune cooperative piemontesi - e dell'avvio, in collaborazione con alcuni Enti pubblici locali, di una rete di nuovi servizi di assistenza domiciliare agli anziani dell'area metropolitana circostante la citata struttura.

Tra i fattori di novità vi è stata appunto l'applicazione, ad un'iniziativa sociale, della finanza di progetto – strumento che tradizionalmente è fuori dagli schemi di finanziamento del non profit – abbinata a logiche di finanza sociale in ottica *pay for success/pay for result* (commisurazione di quota parte del tasso di finanziamento della banca al raggiungimento di performance sociali)<sup>4</sup>.

Tale operazione rappresenta un esempio concreto di come sia possibile fare credito sostenendo iniziative a forte contenuto sociale attraverso soluzioni innovative di finanza sociale che si basano su forme di collaborazione tra pubblico, privato e privato sociale.

Infatti, al fine di tenere in considerazione la natura di cooperativa sociale del promotore e gli obblighi imposti dalla concessione con un ente locale, è stato possibile mettere a punto una struttura finanziaria innovativa per questo settore, in grado di supportare il progetto con un ricorso limitato sui promotori dell'iniziativa.

UBI Banca però non si ferma qui, poiché l'impegno ad investire e innovare per trovare soluzioni e strumenti in grado di rispondere alle sfide del sociale e al benessere delle comunità continua.

In particolare, risulta prospetticamente fondamentale:

1. continuare a migliorare sempre di più la capacità di sostenere gli investimenti orientati all'impatto, facendo fronte alle prospettive crescenti esigenze finanziarie rivenienti dall'imprenditoria sociale;

---

<sup>4</sup> La struttura dell'operazione finanziaria – di complessivi 8 milioni di euro circa - prevede: una Linea Senior di circa 6 milioni di euro (durata di 16 anni) per i lavori di ristrutturazione e riqualificazione della RSA finalizzata anche all'ampliamento della capacità ricettiva, una Linea Working Capital di circa 1 milione di euro per la gestione del capitale circolante, una Linea IVA di circa 500 mila euro per far fronte al fabbisogno IVA generato dai lavori di ammodernamento e una Linea Derivato di circa 500 mila euro a copertura del rischio tasso del beneficiario.

I fattori di innovazione dell'operazione sono:

- applicazione della tecnica del project finance a un'iniziativa promossa da una cooperativa sociale, con l'attivazione di una Linea Senior (16 anni) per circa 6 milioni di euro. L'operazione prevede il rimborso del finanziamento con i flussi di cassa generati dall'erogazione dei servizi assistenziali
- retrocessione a titolo di liberalità da parte di UBI Banca, contestualmente all'erogazione del finanziamento, di una quota parte dei costi di strutturazione dell'operazione a sostegno dell'avvio dei servizi di assistenza domiciliare
- possibile diminuzione, per tutta la durata del finanziamento, dello spread applicato dalla Banca nella misura dello 0,25% al raggiungimento di obiettivi sociali predefiniti (incremento e mantenimento nel tempo dei posti letto della struttura, erogazione di almeno 400 ore all'anno di servizi assistenziali domiciliari)

2. migliorare ulteriormente la capacità di valutare il merito creditizio sulla base di elementi quali-quantitativi caratteristici;
3. ricercare soluzioni innovative per sostenere l'imprenditoria sociale nel rispondere ai bisogni concreti delle persone, cercando di mettere insieme profit e non profit e stimolare la domanda di investimento nella gestione dei beni comuni e della rigenerazione urbana, nei servizi del nuovo welfare, nelle nuove filiere produttive, nelle aree interne e rurali.

## 11. Portare la *convexity* in un contesto di sostenibilità

*Anton Giulio D'Amato*

Sempre più presente nel settore del risparmio gestito, il Socially Responsible Investing è stato tradizionalmente associato con i più comuni strumenti finanziari, azioni e obbligazioni. La crescente domanda da parte degli investitori per i veicoli socialmente responsabili ha tuttavia portato ad osservare che la diversità di soluzioni di investimento offerte agli investitori "tradizionali" non è completamente riflessa nell'offerta SRI. Da questa osservazione, Union Bancaire Privée ha lanciato una strategia obbligazionaria convertibile europea di tipo sostenibile, al fine di offrire agli investitori "responsabili" la possibilità di beneficiare del potenziale convesso che caratterizza le obbligazioni convertibili in un contesto sostenibile.

Convessità - una semplice parola che riflette un profilo di rischio/rendimento asimmetrico - è il motivo principale per cui gli investitori si rivolgono con interesse alle obbligazioni convertibili. Storicamente tale *asset class* ha, infatti, dimostrato la sua capacità di partecipare in misura maggiore al rialzo dei mercati azionari rispetto a quanto accade quando i mercati azionari perdono nel corso di un ciclo di mercato completo: in questo modo si migliora il profilo di rendimento corretto per il rischio di un portafoglio azionario tradizionale, con rendimenti simili a quelli di lunghissimo termine, ma con una volatilità molto inferiore.

Questo profilo asimmetrico "intrinseco" deriva dalla natura ibrida delle obbligazioni convertibili: la combinazione di una componente obbligazionaria, che garantisce agli investitori una protezione al ribasso nelle fasi negative dei mercati azionari (il "bond floor") - in aggiunta ai classici vantaggi di un'obbligazione (potenziale rendimento costante, ecc.) - insieme con un'opzione *call* sulle azioni dell'emittente, che garantisce un potenziale di rialzo. In un contesto macro in cui prevalgono enormi incertezze, questa caratteristica di convessità appare tanto più interessante in quanto è sottorappresentata nel mercato.

Con un valore di circa 350 miliardi di dollari (di cui la metà nel mercato statunitense e circa il 25% in Europa), l'universo obbligazionario convertibile è un mercato di nicchia rispetto ai mercati obbligazionari o azionari tradizionali. Tuttavia, negli ultimi anni si è assistito ad una crescita di tale universo investibile, soprattutto in Europa, grazie alle dinamiche di emissione positive associate a una diversificazione della base emittente che è

stata di supporto, con nuovi *player* giunti sul mercato delle obbligazioni convertibili. Inoltre, a partire dalla crisi verificatasi nel 2008, l'evoluzione registrata nel profilo tipico degli investitori obbligazionari convertibili ha contribuito a stabilizzare il mercato. Prima della crisi, infatti, le obbligazioni convertibili erano detenute principalmente da gestori di *hedge fund*, come parte delle loro strategie di arbitraggio; oggi, invece, la maggior parte dell'universo è nuovamente nelle mani dei gestori di portafoglio *long-only*.

Al di là del contesto di mercato, anche le modifiche normative hanno contribuito a rafforzare ulteriormente l'attrattività nei confronti dell'*asset class*. Per quanto riguarda la direttiva *Solvency II* in particolare, le obbligazioni convertibili offrono agli investitori un'esposizione all'*equity* ad un costo del capitale molto inferiore rispetto a quello di un investimento diretto in titoli azionari. Questo, ancora una volta, viene dal potenziale convesso di tale classe di attivi: per lo stesso "shock", l'impatto sul valore del prestito obbligazionario convertibile risulterà significativamente diminuito rispetto all'impatto sul valore del patrimonio netto.

Convinti di quanto un investimento obbligazionario convertibile possa offrire in un contesto sostenibile, UBP ha lanciato il fondo *Convertibles Europe Responsable* nel mese di settembre 2012, in collaborazione con Fédérés Gestion d'Actifs (acquistata poi da La Banque Postale Asset Management nel mese di aprile 2016), società di gestione francese pioniera nel settore SRI.

Pur seguendo il medesimo processo di investimento di tutte le strategie di obbligazioni convertibili di UBP - intendendo con questo un processo *bottom-up* puro incentrato sulla *convexity* - la strategia UBP obbligazioni convertibili sostenibile europea integra un approccio SRI "best in class", che nella selezione dei titoli individua le emittenti con rating migliori di ogni settore nel rispetto di un rigoroso elenco di esclusione, nel quale sono incluse società coinvolte ad esempio in attività di gioco, armi, che non rispettano i diritti umani, ecc.

Per la gestione di questo fondo, il filtraggio SRI è applicato alla prima fase del processo di investimento, con la collaborazione del partner La Banque Postale Asset Management, al fine di selezionare le obbligazioni convertibili che presentino un potenziale convesso e un profilo "ESG" in linea con la filosofia di investimento di questa strategia.

La performance della strategia, sin dal suo inizio nel mese di settembre 2012 (un rendimento cumulativo lordo del +28,6%, con una volatilità annualizzata del 6,6%), riflette la forte complementarità esistente tra il mercato obbligazionario convertibile e l'investimento

socialmente responsabile, mettendo peraltro in luce come l'integrazione delle caratteristiche ESG, lungi dall'essere un vincolo, può rappresentare un valore aggiunto, e l'universo obbligazionario convertibile incorpora la ricchezza e l'ampiezza necessaria per sfruttarlo.

La multinazionale dell'energia ENI - con sede in Italia e con attività in 90 paesi - è un esempio illustrativo di un'emittente che evidenzia le caratteristiche convesse ricercate dal Gestore nella selezione di obbligazioni convertibili (investment grade, volatilità implicita ragionevole, sensibilità azionaria equilibrata) e che, allo stesso tempo, dimostra un vero interesse in termini di posizionamento ESG. Ne sono testimonianza l'impegno a ridurre gli impatti negativi sull'ambiente della propria attività, così come anche attraverso l'impegno profuso nello sviluppo sociale.

### **11.1 Investment case: l'impegno di Eni per lo sviluppo sociale e i suoi programmi a contenuto locale (con il contributo del Gestore partner di UBP, La Banque Postale Asset Management)**

Il sistema di cooperazione di Eni sostiene lo sviluppo locale, mira a ridurre al minimo le lacune socio-economiche e coinvolge tutte le parti interessate nei luoghi in cui la multinazionale svolge le proprie attività. In questo senso, l'attenzione è focalizzata sulla produzione per il mercato interno, la diffusione dell'accesso all'energia elettrica, la diversificazione del mix energetico e delle economie locali, il trasferimento di know-how e tecnologia, nonché lo sviluppo locale nella sanità e nell'istruzione.

Eni in particolare ha deciso di sviluppare le fonti di energia non solo per l'esportazione, ma anche per la fornitura delle popolazioni locali. La Società vende la sua produzione di gas nazionale in 14 paesi, che rappresentano un volume totale di 43 miliardi di metri cubi all'anno, e fornisce tutta la sua produzione per il consumo locale in 10 paesi.

Di tutte le International Oil Company, Eni è il produttore di energia leader nell'Africa sub-sahariana, dove contribuisce a migliorare l'accesso all'energia per le popolazioni locali, oltre a beneficiare l'ambiente della riduzione del gas tipico della combustione.

Oltre al settore energetico, Eni promuove progetti a livello locale, contribuendo a diversificare le economie dei paesi e sostenendo programmi agricoli. Nel periodo 2010-2015 la Società ha investito circa 600 milioni di dollari per sostenere più di 4 milioni di persone attraverso progetti agricoli, miglioramenti nell'accesso all'acqua, all'assistenza sanitaria e all'istruzione.

Un altro aspetto del modello di cooperazione Eni consiste nell'impegno per lo sviluppo delle competenze locali. Negli ultimi cinque anni l'Eni ha aumentato la percentuale di occupazione locale di oltre il 21% e il livello di personale indigeno nelle sue consociate consolidate ha raggiunto in media circa l'80%.

## **11.2 Promozione dello sviluppo sociale ed economico**

L'azienda ha impiegato mezzi notevoli per gestire l'impatto delle proprie attività sullo sviluppo sociale ed economico a livello locale, attraverso il finanziamento di programmi educativi e sanitari in diversi paesi, per il tramite di Fondazione Eni, e il coinvolgimento operativo diretto in programmi di sviluppo sociale, come quelli dedicati alla formazione professionale.

Sia a monte sia a valle, ciascuna iniziativa è stata sottoposta ad un processo di valutazione di impatto sociale: Eni, infatti, identifica e valuta gli impatti ambientali, sociali, economici e culturali generati dalle sue attività, compresi quelli sulle comunità locali, assicurando la loro mitigazione e l'implementazione di processi di miglioramento. Dal 2008, inoltre, uno standard dedicato alla valutazione di impatto ambientale e sociale (ESIA) è stato aggiunto al sistema di gestione ambientale (HSE).

Quanto alle iniziative effettivamente implementate, nel 2014 un progetto di reclutamento è stato avviato in Angola per selezionare 28 giovani ingegneri e geologi da formare in settori come la perforazione, produzione, progetti su larga scala, riserve e HSE. In Iraq, è stato avviato un progetto per sviluppare le competenze della popolazione locale nel contesto del ZFOD (il Consorzio controllato dall'Eni Iraq BV) e altre iniziative sono state avviate con le università locali dei contesti in cui Eni opera.

Eni è anche impegnata nello sviluppo dell'accesso ai programmi energetici in diversi paesi in cui opera: la strategia si basa sulla ricerca e lo sviluppo di soluzioni adeguate alle esigenze locali, in particolare lo sviluppo di soluzioni on-grid, l'ottimizzazione dei processi produttivi con recupero di gas di combustione, la costruzione di infrastrutture per la produzione e distribuzione di energia elettrica, lo sviluppo di soluzioni off-grid attraverso sistemi stand-alone speciali come generatori e impianti a pannelli solari, il sostegno alla ricerca e sviluppo di tecnologie avanzate in relazione alle energie rinnovabili.

Eni, inoltre, attraverso strumenti di coinvolgimento comunitario informa e coinvolge le comunità locali, promuovendo una libera consultazione informativa preventiva, al fine di

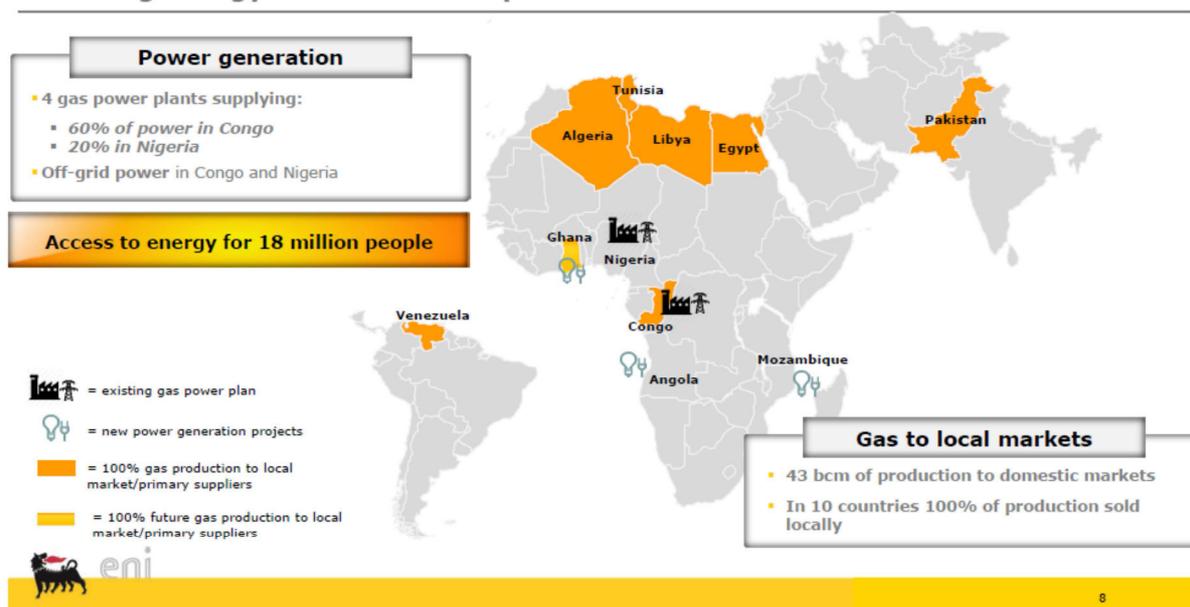
prendere in considerazione le loro richieste, per nuovi progetti, valutazioni di impatto e iniziative di sviluppo. Tutte le società associate a Eni hanno creato un'unità speciale per le relazioni della comunità, per assicurare che le aspettative delle comunità locali siano considerate. In questo ambito, Eni organizza incontri informativi, riunioni di comunità, canali di comunicazione e procedure formali per la gestione dei reclami, per la mappatura delle parti interessate e per la gestione partecipata di progetti sociali.

"Sostenibilità e coinvolgimento delle parti interessate e relazioni comunitarie" è il nuovo sistema di gestione delle linee guida (MSG), nato nel 2013. Il MSG fornisce indicazioni su come coinvolgere le parti interessate, analizzare il contesto e valutare l'impatto sociale a livello locale, applicare gli strumenti, attuare il piano, gestire e misurare gli investimenti della comunità. Eni ha adottato un sistema per la ricezione e la gestione di reclami e un meccanismo di reclamo specifico è in atto in Pakistan, dove opera un Community Relations & Land Advisor, che è responsabile della ricezione e dell'indagine sulle denunce in base alle informazioni raccolte nel dettaglio, e consiglia la gestione sulle azioni correttive.

### **11.3 Fornire energia per promuovere lo sviluppo**

Il modello sviluppato prevede, a monte, di massimizzare l'accesso all'energia, riducendo al minimo i costi, l'utilizzo del carbone e gli altri impatti ecologici e sociali. In Africa è stato sviluppato un modello unico, basato sulla fornitura di accesso all'energia alle popolazioni locali attraverso delle centrali elettriche a gas (che forniscono il 60% della produzione in Congo e il 20% in Nigeria), dei nuovi progetti di generazione di energia (Angola, Mozambico) e vendendo la produzione di gas naturale a livello nazionale (soprattutto in Nord Africa), con Eni che risulta essere l'unica grande azienda ad avere costruito centrali a gas in Africa. Nel complesso, i progetti mirati verso le popolazioni meno abbienti hanno totalizzato investimenti per 1bn EUR nel periodo 2010-2019.

## Providing energy to foster development



Source: Eni's ESG Presentation, 30 September 2016

Più in generale, in tutto il mondo Eni promuove e realizza progetti per favorire lo sviluppo e soddisfare le aspettative delle comunità locali, al fine di produrre un impatto positivo a lungo termine. Tali iniziative sono condotte in collaborazione con le parti interessate e gestite attraverso un processo trasparente e partecipativo, nel quale sono inclusi il monitoraggio e la valutazione dei risultati. Tali progetti di sviluppo per le comunità locali sono stati condotti in:

- Congo: miglioramento delle condizioni di vita delle comunità del distretto di Hinda;
- Mozambico: istruzione, salute e acqua nella provincia di Cabo Delgado;
- Nigeria: miglioramento dei servizi di base per le comunità del Delta del Niger;
- Ecuador: sanità e istruzione nell'area di Villano.

I macrosettori di intervento in cui Eni investe in maniera significativa riguardano la tutela e la promozione della salute - spesso strettamente legati all'accesso ai servizi sanitari di base - l'accesso all'acqua potabile, l'igiene, l'accesso all'istruzione primaria e secondaria, nonché l'empowerment socio-economico, con particolare attenzione ai problemi delle donne nella società di sfruttamento e di accesso al potere e alle risorse.

Gli interventi sul territorio derivanti da accordi e convenzioni (investimenti comunitari) nel 2015 sono stati pari a circa EUR 74 milioni (in aumento di euro 7 milioni rispetto al 2014), circa il 95% dei quali è stato dedicato al settore delle attività *upstream*. L'investimento

nel continente africano rimane alta con un totale di 27,54 milioni di euro, di cui il 78% nell'Africa sub-sahariana (21,59 milioni di euro).

COMMUNITY INVESTMENT			
(€ million)	2013	2014	2015
Interventions on the territory based on agreements, conventions and PSAs by type	57.570	67.406	73.680
- training/professional coaching	13.527	7.699	6.598
- environment	9.164	17.823	6.46
- culture	1.713	1.727	9.466
- training and education	5.384	5.057	4.407
- health (community health)	2.931	3.57	7.203
- infrastructure development	15.176	20.717	28.916
- socio-economic development	5.792	6.451	4.798
- relationships with communities	2.332	2.455	3.509
- access to energy	1.551	1.907	2.323

*Source eni.com*

#### 11.4 Il rispetto per gli standard e la prevenzione delle violazioni dei diritti umani

Eni collabora con l'Istituto Danese per i diritti dell'uomo e partecipa alla comunità di pratica promossa dal gruppo di lavoro delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, al fine di lavorare sull'attuazione dei requisiti di due diligence in conformità ai Principi guida delle Nazioni Unite.

Nel 2014, Eni ha lanciato un progetto per definire e implementare un programma di formazione di società globale in materia di diritti umani, che mira ad individuare approcci differenziati in base all'esposizione al rischio.

Dopo le sue scoperte in Mozambico, Eni ha inoltre lanciato nel 2014 un "progetto di diritti umani" dedicato al Paese: con il supporto dell'Istituto danese per i diritti umani, ha condotto una valutazione preliminare dei più significativi impatti potenziali delle proprie attività in materia di diritti umani nel paese, che insieme ad altri in cui l'azienda opera (Timor Est, Egitto, Iran, Iraq, Libia, Myanmar, Nigeria, Arabia Saudita e Yemen) è considerato ad "alto rischio" da parte delle organizzazioni internazionali attive in materia di diritti umani.

## 12. La corsa dei mercati verso la sostenibilità

*Enrico Camerini*

La profonda crisi finanziaria in atto dal 2008 ha condotto ad un contesto caratterizzato da tassi di rendimento delle obbligazioni molto bassi quando non negativi, bassa inflazione e mercati azionari molto volatili, profondamente influenzati dal quadro macroeconomico e geopolitico mondiale.

Mentre gli operatori si sono trovati a fare i conti con una crescente complessità del mercato e rendimenti obiettivo che sono diventati sempre più sfidanti da cogliere, se non a patto di variare le *asset allocation*, presso strati sempre più larghi degli investitori e dei *policy maker* si è consolidata una sensibilità particolare verso i temi della sostenibilità, declinata nei suoi più disparati ambiti: ambientale, sociale, ecc. Una tendenza che in realtà si andava diffondendo da ben prima della crisi e della quale ormai si hanno segni tangibili, e sempre più marcati, nei più svariati ambiti: dai comportamenti quotidiani adottati dalle persone agli stili di consumo, dalle attività di produzione di beni e servizi alle strategie di investimento adottate dai gestori del risparmio, si diffonde la tendenza ad includere nei rispettivi processi decisionali valutazioni che tengano conto degli effetti sulla sostenibilità ambientale e sociale, non per mera imposizione normativa, bensì come valore intrinseco o da trasmettere al mercato.

Sia le istituzioni internazionali – su tutte l’Onu – e i governi più illuminati da una parte, sia la domanda del mercato dall’altra (i consumatori, gli investitori, ecc.), perpetuano indirizzi e alimentano la propensione a considerare scelte orientate su logiche di produzione, consumo e investimento che premiano la sostenibilità, fino a coagulare oggi una massa critica di tutto rispetto per gli attuali e futuri assetti del mercato. Basti pensare che se alla conferenza COP21 ben 188 Paesi in tutto il mondo hanno deciso di ridurre le emissioni di carbonio e gas serra<sup>1</sup>, alcune legislazioni locali, come quella introdotta dal governo francese, si sono spinte oltre e già oggi richiedono alle aziende un’ampia informativa sulle proprie emissioni di carbonio e sui criteri ESG adottati<sup>2</sup>. Ancora, più di 500 investitori, che hanno in gestione patrimoni per un totale 3,4 trilioni di dollari, hanno ricevuto richieste di disinvestimento per gli asset connessi alle attività di produzione e trasformazione di combustibili fossili<sup>3</sup>.

E anche in prospettiva, non si può non considerare la crescente centralità che i *millennials* sono destinati ad assumere nell’economia, e verso i quali nei prossimi decenni transiteranno risorse

---

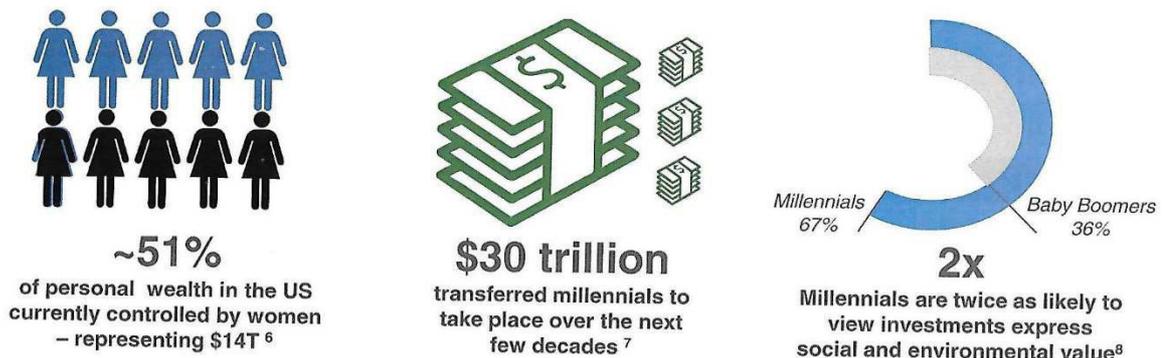
<sup>1</sup> United Nations Conference on Climate Change (COP21/CMP11)

<sup>2</sup> Investment Europe. “French Institutional Investor to Disclose Carbon Footprint”.

<sup>3</sup> GoFossilFuel.org

da investire pari a 30 trilioni di dollari<sup>4</sup>: proprio questo aggregato, peraltro, insieme a quello femminile si dimostra 2 volte più favorevole degli altri cittadini a incorporare i fattori ESG nei propri investimenti<sup>5</sup>.

Insomma, lo scenario favorevole alla crescita dei volumi di investimenti a sfondo sociale – intesi in senso ampio – sembra destinato a svilupparsi ulteriormente nei prossimi anni: se, tuttavia, la direzione sembra univoca, sono vari i punti di approdo possibili, così come gli strumenti attraverso i quali raggiungerli.



Il combinato delle tendenze in atto ha indotto, infatti, investitori e gestori a ripensare le proprie strategie di *asset allocation*, alla ricerca di soluzioni in grado di combinare nel medio-lungo termine rendimenti interessanti a fronte di fattori di rischio non eccessivi, e coerenti, inoltre, con le logiche della sostenibilità o, se possibile, funzionali a perseguire impatti sociali prestabiliti.

L'alveo degli investimenti sostenibili si è progressivamente ampliato negli anni, sia a livello di settori potenzialmente rilevanti per la causa, sia per le realtà operanti, e al tempo stesso sono progressivamente mutate le logiche sottostanti all'approccio favorevole alla sostenibilità:

- vi è un primo filone che osserva rigidi criteri di esclusione dal novero dell'investimento possibile, per evitare contrasti con gli obiettivi sociali comunemente riconosciuti e i valori nei quali l'investitore si riconosce, limitando appunto il coinvolgimento in settori a rischio o dalla cattiva reputazione, come sono quelli dei combustibili fossili, del carbone, delle armi, tabacco, alcool ecc.;
- ve n'è un altro, che rappresenta un passo ulteriore dell'approccio alla sostenibilità, e che in luogo dell'esclusione adotta la logica della selezione, promuovendo settori e selezionando titoli di società che nella loro attività aderiscono ai criteri ESG (Environment, Social, Governance);

<sup>4</sup> Accenture. "The "Greater" Wealth Transfer – Capitalizing on the Intergenerational Shift in Wealth". June 2012

<sup>5</sup> Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing. "Sustainable Signals: The Individual Investor Perspective". February 2015

- infine, vi sono realtà che promuovono in modo manifesto ed ex-ante obiettivi di impatto sociale nella loro attività, prefiggendosi di perseguire risultati concreti ovvero realizzando investimenti in società, organizzazioni e fondi con l'obiettivo di produrre un impatto quantificabile a livello sociale e ambientale, oltreché rendimenti finanziari a vantaggio dell'investitore che ha affidato le risorse in gestione.

## 12.1 Le proposte di BlackRock

Nello scenario sopradescritto, i team di ricerca e sviluppo di BlackRock, dopo aver attentamente analizzato le varie richieste del mercato, hanno definito una serie di strategie traducendole poi in un set di prodotti specifici dedicati agli investimenti sostenibili.

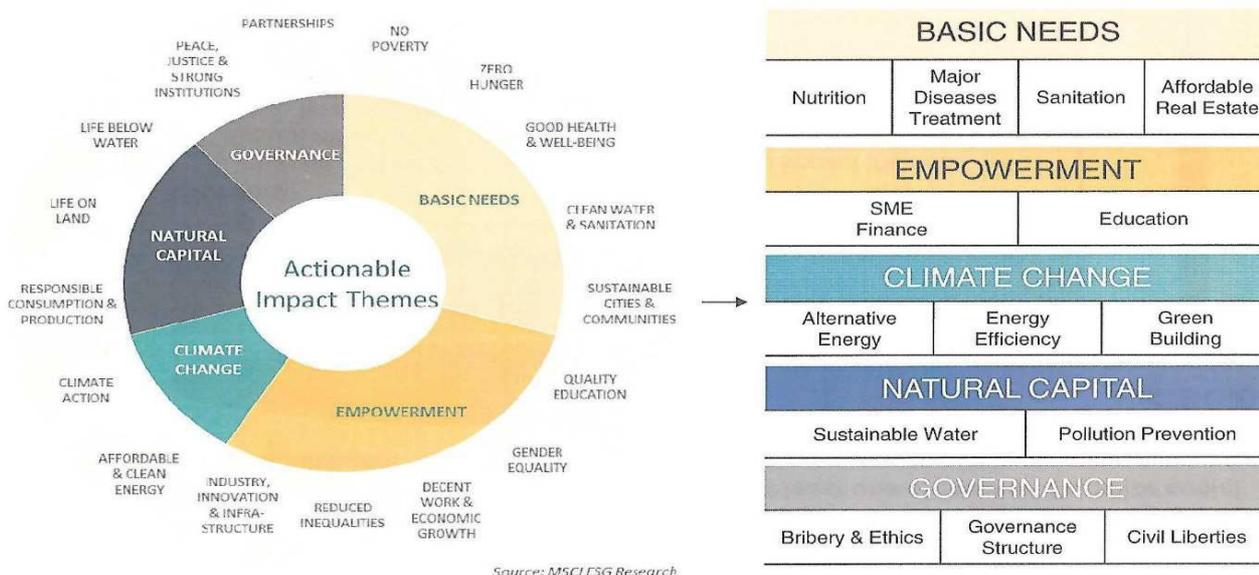
Lo strumento utilizzato per questi prodotti è quello degli **Exchange-Traded Funds** ovvero prodotti molto semplici che replicano fisicamente un indice di mercato; quello scelto è lo **MSCI Sustainable Impact**.

E' un indice di recente costituzione che recepisce gli obiettivi di sviluppo sostenibile (**Sustainable Development Goals**) adottati dalle Nazioni Unite nel settembre 2015.

E' stato sviluppato da MSCI dopo una consultazione con più di 25 dei principali investitori a livello mondiale che hanno concordato sulla necessità di nuovi approcci per investimenti tematici orientati all'impatto sociale. Investimenti, fino ad oggi, in gran parte limitati a piccole scale e a strategie di private equity, senza peraltro disporre di strumenti atti a misurare gli effetti per una società più sostenibile ed i ritorni per l'investitore.

Gli **SDG** hanno lo scopo di porre fine alla povertà, proteggere il pianeta e garantire la prosperità in tutto il mondo attraverso una serie di obiettivi da raggiungere entro il 2030; **MSCI Sustainable Impact** raggruppa i 17 **SDG** in cinque temi da attuare: esigenze di base, empowerment, cambiamento climatico, difesa del patrimonio naturale e governance. Inoltre individua le aziende ad alto impatto positivo per questi temi stimandone gli effetti economici dovuti alla loro attività e la loro applicazione dei criteri **ESG**.

La figura seguente rappresenta visivamente questa tassonomia degli **SDG**:

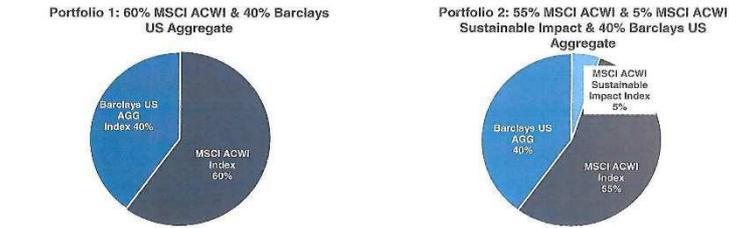


Lo scorso aprile MSCI ha ulteriormente approfondito la propria ricerca ed ha predisposto un altro indice -MSCI AllCountryWorldIndex sustainable impact- che ha lo scopo di identificare le società che traggono almeno il 50% dei propri ricavi da prodotti e servizi che riguardano problematiche ambientali e sociali, come definito e dai temi soprariportati. L'indice, che esclude le aziende che non rispettano gli standard minimi ambientali, sociali e di buon governo, pondera i titoli in base alla percentuale dei ricavi ottenuti da prodotti o servizi che affrontano i temi SDG.

Questo screening, tuttavia, porta i titoli eligibili per investimento da 2.482 a soli 88 con una esposizione del 76,9% al rischio utili per le attività legata agli SDG contro un 6,2% delle altre società.

BlackRock ricorda come l'aumento del rischio specifico renda opportuna un'attenta valutazione prima di procedere all'investimento in simili strategie. Ad esempio, sostituendo in un classico portafoglio 60/40 (60% MSCI ACWI e 40% Barclays US AGG) un 5% del MSCI ACWI con un MSCI ACWI Sustainable impact si nota che l'aumento del rischio complessivo è molto contenuto e pari ad uno 0,25%.

**Portfolio Implementation: Add 5% exposure to a typical 60/40 portfolio**  
**Replace 5% of the MSCI ACWI exposure with MSCI ACWI Sustainable Impact Index**



Total Risk	Portfolio 1	Portfolio 2
Total Risk (Ex-Ante Risk)	11.22%	11.32%
Active Risk	Portfolio 2 versus Portfolio 1	
Total Active Risk (Ex-Ante Active Risk)	0.25%	

Sources: BlackRock. Data as of 3/31/2016. Settings: BFRF, 108 MC. Sample portfolios are for illustrative purposes only, and do not represent a recommendation of any security or asset allocation strategy. Index data are for illustrative purposes only and do not represent actual iShares Fund performance. Index performance returns do not reflect any management fees, transaction costs or expenses. Indices are unmanaged and one cannot invest directly in an index. Past performance does not guarantee future results.

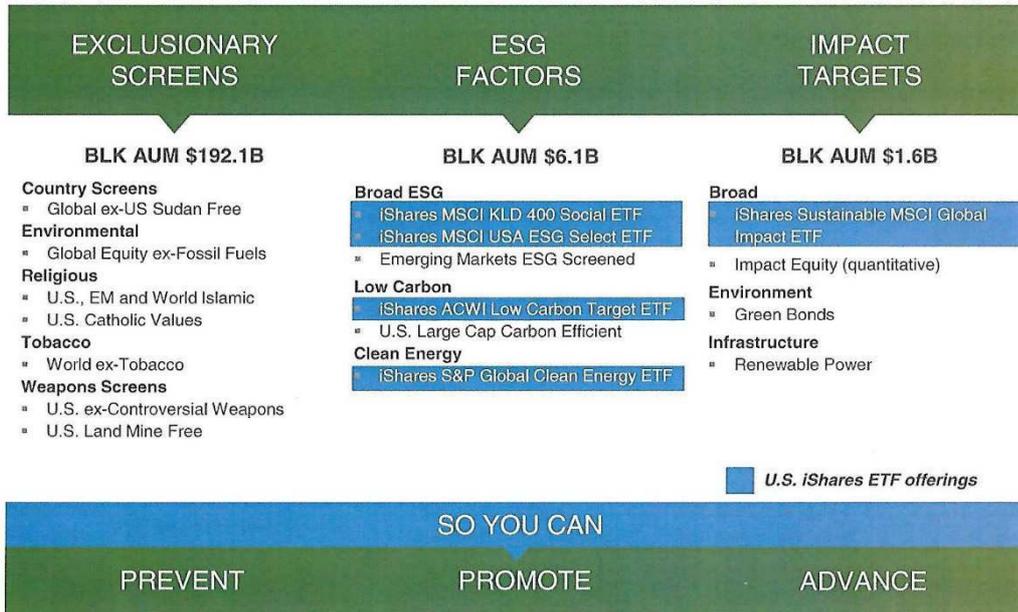
Ex-Ante Risk: Risk represents forward looking annual volatility of the above portfolio as of 3/31/2016. Risk is defined as 1 standard deviation of portfolio return over a horizon of one year. In order to calculate the ex-ante risk, the Aladdin portfolio risk model uses over 2,200 distinct risk factors across equity, fixed income, currencies and alternative investments. A risk factor is defined as a measurable characteristic of a security or asset that can influence the distribution behavior of risk security / asset. Risk factors can be fundamental characteristics such as financial ratios, technical analysis attributes such as price behavior or liquidity, and / or specific attributes of a given security / asset such as yield, geographic domicile and currency exposure. The Aladdin portfolio risk model is a proprietary multi-factor model which can be applied across multiple asset classes to analyze the impact of different characteristics of securities on their behaviors in the marketplace. In analyzing risk factors, the Aladdin portfolio risk model attempts to explore and model those attributes that can influence the risk / return behavior of a particular security / asset.

Ex-Ante Active Risk: The forward looking standard deviation of the excess return series, using the above portfolio as of 3/31/2016.

Da ultimo vengono riportati gli attuali importi (Asset Under Management) gestiti da BlackRock relativamente ai Sustainable Investing.

**BlackRock's sustainable investment offerings**  
**Full range of capabilities and strategies across spectrum**

**Sustainable Investing**



<sup>1</sup> \*Global BlackRock Impact AUM as of December 2015, includes committed capital.

**Informazioni Legali**

Non costituisce sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario. Il presente documento ha finalità puramente informativa e le informazioni in esso riportate non devono essere considerate un'offerta di acquisto o di vendita né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato. In nessun caso le informazioni

fornite devono essere intese quali raccomandazioni di investimento. L'analisi contenuta nel presente documento è basata su ricerche effettuate dagli autori della stessa e non necessariamente riflette la view del gruppo BlackRock. Questo documento è stato pubblicato al fine di contribuire al dibattito pubblico e deve essere preso in considerazione solo in questo contesto. Per questo motivo né l'autore della ricerca né BlackRock sono responsabili per eventuali danni o perdite dovessero conseguire alla pubblicazione e/o all'uso del presente documento e/o delle sue informazioni. BlackRock Advisors (UK) Limited, società autorizzata e disciplinata dalla Financial Conduct Authority ('FCA'), con sede legale in 12 Throgmorton Avenue London, EC2N 2DL, Inghilterra, Tel +44 (0)20 7743 3000, rilascia il presente documento esclusivamente in Italia, pertanto, il medesimo non può essere destinato a soggetti non residenti in Italia. iShares plc, iShares II plc, iShares III plc, iShares IV plc, iShares V plc, iShares VI plc, iShares VII (di seguito 'le Società') sono società di investimento a capitale variabile, con separazione patrimoniale tra comparti, organizzate ai sensi delle leggi irlandesi e autorizzate dal Financial Regulator in Irlanda.

#### MSCI

I fondi iShares non sono sponsorizzati, approvati o promossi da MSCI, la quale ricusa qualsiasi responsabilità in relazione a tali fondi o a qualsiasi indice su cui tali fondi si basano. Il Prospetto informativo contiene una descrizione più dettagliata del rapporto limitato tra MSCI e BlackRock Advisors (UK) Limited e i fondi ad essa collegati.

© 2016 BlackRock, Inc. Tutti i diritti riservati. BLACKROCK, BLACKROCK SOLUTIONS, iSHARES, BUILD ON BLACKROCK, SO WHAT DO I DO WITH MY MONEY, e il logo stilizzato sono marchi registrati o non registrati di BlackRock, Inc. o società consociate o affiliate negli Stati Uniti o altrove. Tutti gli altri marchi appartengono ai rispettivi proprietari.

EMEAiS-4842-30112017

## Postfazione

*Edoardo Zaccardi*

Il presente Quaderno offre una panoramica di alcune significative esperienze realizzate da gestori e investitori nel filone dell'impact investment; i contributi raccolti rappresentano la testimonianza diretta, non mediata, di quanti hanno mosso passi concreti sul terreno dell'investimento ad impatto sociale nelle sue varie sfaccettature e conducono, proprio per questo stretto legame con la realtà che li contraddistingue, a spunti e considerazioni che si spingono anche oltre il tradizionale dibattito odierno aprendo nuovi interessanti filoni d'indagine.

L'approfondimento realizzato conferma tante delle aspettative con le quali si era approcciato il tema: come gli investimenti a impatto sociale vedano crescere il loro *appeal* verso gli operatori del risparmio gestito e gli investitori, anche alla luce degli attuali tassi di rendimento; come il mercato nella sua inerziale apertura a nuovi segmenti, di prodotto e di consumatori, sia portato ad abbracciare il tema *social impact*, peraltro oggi molto in voga, e ad esserne inevitabilmente attratto; come ormai abbia poco senso inquadrare il tema in termini di *trade off* tra rendimenti e obiettivi sociali perseguibili, ma piuttosto questi ultimi vadano intesi come una vera e propria opportunità di investimento, con dignità propria; come le sfide da intraprendere affinché i *social impact investment* possano compiere un salto di qualità e *tramutare in atto ciò che ad oggi è ancora in potenza*, siano ben presenti ai più, ma vanno forse interpretate attraverso una chiave di lettura diversa.

Per un salto di qualità dell'investimento a impatto sociale, quella di "incanalare" gli attori coinvolti, i veicoli finanziari, i processi dell'investimento e la cornice normativa entro un percorso di **standardizzazione/industrializzazione** rappresenta una sfida cruciale, dal cui esito dipenderanno forse le sorti stesse dell'impact investment. Un investimento **replicabile** attira, infatti, una più ampia e significativa platea di attori/operatori e consente di muovere masse esponenzialmente più rilevanti di capitali, ma questo non sarà possibile se non attraverso la standardizzazione di tutte le fasi operative che ad esso conducono: la selezione e la due diligence iniziale, l'individuazione delle progettualità sociali rilevanti, la valutazione del rischio, la misurazione della performance attraverso indicatori finanziari e di impatto sociale, la comparabilità di investimenti e benchmark; in buona sostanza il *matching* tra offerta di capitali e domanda di progetti sociali e viceversa, ma attraverso percorsi rodati e affidabili.

Se già oggi gli investimenti a impatto sociale rappresentano una realtà estremamente interessante, animata al suo interno da un crogiuolo di sperimentazioni, innovazioni sociali e finanziarie, anime e attori profondamente differenti, ma che ben si combinano all'interno di questo

filone, il rischio è di lasciare il tutto confinato su scala ridotta. Ad oggi, infatti, può apparire difficile replicare quanto di buono è stato fatto in questo o quel contesto sul tema impact se lo si scollega da determinati attori, relazioni e intuizioni che in ambito *local/micro* lo hanno reso possibile. La sfida è di provare a traslare il discorso su scala più ampia, provando a superare quella sorta di *genius loci* che fino ad oggi è sembrato caratterizzare l'impact investment, replicandolo in altre realtà, pur mantenendone i caratteri distintivi.

Se è vero che *piccolo è bello*, è anche vero che non sempre questa modalità sia la più efficiente, soprattutto quando è il mercato, e sono i suoi operatori estremamente razionali, a giudicarlo. La sensazione è che manchi qualcosa oggi all'impact investing e la sfida è provare a colmare questo *gap*; in una parola, industrializzare/standardizzare il prodotto per risolvere le questioni aperte, quali: costi di gestione elevati, complessa individuazione di indicatori di impatto sociale e benchmark di riferimento, meccanismi di funzionamento e selezione ancora "artigianali", progetti sociali che non sempre sono in grado di attrarre grosse masse finanziarie e produrre ricadute sufficientemente generalizzate e apprezzabili. Queste le leve per sollevare il mondo degli impact investment, che pure avrebbe grandi flussi finanziari da impiegare, ma mancano i canali attraverso i quali attirarle, attraverso un percorso solido, affidabile, rapido e abbastanza ampio per riceverle.

Il tema è chiaro: fintantoché si resta nell'alveo di strumenti come *grants, charities* attivati da soggetti, come le fondazioni, che perseguono finalità sociali non si pone il problema, e lo stesso vale per quelle imprese che si avvicinano ad una determinata tipologia di investimenti gestendo risorse e perseguendo finalità proprie. La vera sfida da raccogliere è quella di mettere a frutto le masse finanziarie detenute dagli investitori istituzionali, che hanno mission coerente con quella perseguita dagli investimenti a impatto sociale, ma che non così agevolmente possono attivare questa tipologia di investimenti, pur potendone controllare il rischio.

L'investimento a impatto sociale, del resto, non è da tutti perseguibile; e quand'anche lo fosse, non è scontata la possibilità degli investitori istituzionali di gestire i rischi - anche elevati nel caso di investimenti a impatto sociale - in esso insiti, né la sua realizzazione pratica: qual è il rischio concretamente assunto, come misurarlo, quali i rendimenti finanziari attesi e realizzati, quali i progressi sociali misurabili e misurati, perché questo e non quell'altro investimento? Queste sono soltanto alcune - le più banali - considerazioni di fronte alle quali l'investimento sarebbe posto, e che non troverebbero risposte così immediate. Come conciliare temi e finalità che in linea generale e astratta non possono che essere condivisibili e coerenti con la mission degli investitori istituzionali - previdenziali nel nostro caso - ma che all'atto pratico possono risultare tuttora problematici da

implementare, come peraltro molti dei nostri contributor hanno riscontrato e in varia misura superato? Attraverso l'attivazione di processi di industrializzazione e standardizzazione, una possibile risposta.

# **APPENDICE NORMATIVA**



**L. 6 giugno 2016, n. 106<sup>1</sup>**

**Delega al Governo per la riforma del Terzo settore, dell'impresa sociale e per la disciplina del servizio civile universale.**

La Camera dei deputati ed il Senato della Repubblica hanno approvato;

IL PRESIDENTE DELLA REPUBBLICA

PROMULGA

la seguente legge:

**Art. 1. Finalità e oggetto**

1. Al fine di sostenere l'autonoma iniziativa dei cittadini che concorrono, anche in forma associata, a perseguire il bene comune, ad elevare i livelli di cittadinanza attiva, di coesione e protezione sociale, favorendo la partecipazione, l'inclusione e il pieno sviluppo della persona, a valorizzare il potenziale di crescita e di occupazione lavorativa, in attuazione degli articoli 2, 3, 18 e 118, quarto comma, della Costituzione, il Governo è delegato ad adottare, entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, uno o più decreti legislativi in materia di riforma del Terzo settore. Per Terzo settore si intende il complesso degli enti privati costituiti per il perseguimento, senza scopo di lucro, di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale e che, in attuazione del principio di sussidiarietà e in coerenza con i rispettivi statuti o atti costitutivi, promuovono e realizzano attività di interesse generale mediante forme di azione volontaria e gratuita o di mutualità o di produzione e scambio di beni e servizi. Non fanno parte del Terzo settore le formazioni e le associazioni politiche, i sindacati, le associazioni professionali e di rappresentanza di categorie economiche. Alle fondazioni bancarie, in quanto enti che concorrono al perseguimento delle finalità della presente legge, non si applicano le disposizioni contenute in essa e nei relativi decreti attuativi.

2. Con i decreti legislativi di cui al comma 1, nel rispetto e in coerenza con la normativa dell'Unione europea e in conformità ai principi e ai criteri direttivi previsti dalla presente legge, si provvede in particolare:

a) alla revisione della disciplina del titolo II del libro primo del codice civile in materia di associazioni, fondazioni e altre istituzioni di carattere privato senza scopo di lucro, riconosciute come persone giuridiche o non riconosciute;

b) al riordino e alla revisione organica della disciplina speciale e delle altre disposizioni vigenti relative agli enti del Terzo settore di cui al comma 1, compresa la disciplina tributaria applicabile a tali enti, mediante la redazione di un apposito codice del Terzo settore, secondo i principi e i criteri direttivi di cui all'*articolo 20, commi 3 e 4, della legge 15 marzo 1997, n. 59*, e successive modificazioni;

c) alla revisione della disciplina in materia di impresa sociale;

d) alla revisione della disciplina in materia di servizio civile nazionale.

3. I decreti legislativi di cui al comma 2, lettere a), b) e c), sono adottati su proposta del Ministro del lavoro e delle politiche sociali, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, sentiti, per

---

<sup>1</sup> Pubblicata nella Gazz. Uff. 18 giugno 2016, n. 141.

quanto di competenza, i Ministri interessati e, ove necessario in relazione alle singole materie oggetto della presente legge, previa intesa in sede di Conferenza unificata, a norma *dell'articolo 3 del decreto legislativo 28 agosto 1997, n. 281*.

4. I decreti legislativi di cui al comma 2, lettera d), sono adottati su proposta del Presidente del Consiglio dei ministri, di concerto con il Ministro del lavoro e delle politiche sociali, con il Ministro degli affari esteri e della cooperazione internazionale, con il Ministro dell'interno, con il Ministro della difesa e con il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Conferenza unificata.

5. Gli schemi dei decreti legislativi di cui al comma 1, corredati della relazione tecnica di cui all'*articolo 17, comma 3, della legge 31 dicembre 2009, n. 196*, e successive modificazioni, sono trasmessi al Senato della Repubblica e alla Camera dei deputati entro il quarantacinquesimo giorno antecedente il termine per l'esercizio della delega, perché su di essi siano espressi, entro trenta giorni dalla data di trasmissione, i pareri delle rispettive commissioni competenti per materia e per i profili finanziari. Decorso il termine previsto per l'espressione dei pareri, i decreti possono essere comunque adottati.

6. Dall'attuazione delle deleghe recate dalla presente legge non devono derivare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica. A tale fine, agli adempimenti previsti dai decreti legislativi adottati in attuazione della presente legge le amministrazioni competenti provvedono attraverso una diversa allocazione delle ordinarie risorse umane, finanziarie e strumentali, allo stato in dotazione alle medesime amministrazioni. In conformità *all'articolo 17, comma 2, della legge 31 dicembre 2009, n. 196*, qualora uno o più decreti legislativi determinino nuovi o maggiori oneri che non trovino compensazione al proprio interno, i medesimi decreti legislativi sono emanati solo successivamente o contestualmente all'entrata in vigore dei provvedimenti legislativi, ivi compresa la legge di stabilità, che stanziino le occorrenti risorse finanziarie.

7. Entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore di ciascuno dei decreti legislativi di cui al comma 1, nel rispetto dei principi e criteri direttivi fissati dalla presente legge, il Governo può adottare, attraverso la medesima procedura di cui al presente articolo, disposizioni integrative e correttive dei decreti medesimi, tenuto conto delle evidenze attuative nel frattempo emerse.

## **Art. 2. Principi e criteri direttivi generali**

1. I decreti legislativi di cui all'articolo 1 sono adottati nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi generali:

a) riconoscere, favorire e garantire il più ampio esercizio del diritto di associazione e il valore delle formazioni sociali liberamente costituite, ove si svolge la personalità dei singoli, quale strumento di promozione e di attuazione dei principi di partecipazione democratica, solidarietà, sussidiarietà e pluralismo, ai sensi degli articoli 2, 3, 18 e 118 della Costituzione;

b) riconoscere e favorire l'iniziativa economica privata il cui svolgimento, secondo le finalità e nei limiti di cui alla presente legge, può concorrere ad elevare i livelli di tutela dei diritti civili e sociali;

c) assicurare, nel rispetto delle norme vigenti, l'autonomia statutaria degli enti, al fine di consentire il pieno conseguimento delle loro finalità e la tutela degli interessi coinvolti;

d) semplificare la normativa vigente, garantendone la coerenza giuridica, logica e sistematica.

### **Art. 3.** *Revisione del titolo II del libro primo del codice civile*

1. Il decreto legislativo di cui all'articolo 1, comma 2, lettera a), è adottato nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi:

a) rivedere e semplificare il procedimento per il riconoscimento della personalità giuridica; definire le informazioni obbligatorie da inserire negli statuti e negli atti costitutivi; prevedere obblighi di trasparenza e di informazione, anche verso i terzi, attraverso forme di pubblicità dei bilanci e degli altri atti fondamentali dell'ente anche mediante la pubblicazione nel suo sito internet istituzionale; prevedere una disciplina per la conservazione del patrimonio degli enti;

b) disciplinare, nel rispetto del principio di certezza nei rapporti con i terzi e di tutela dei creditori, il regime di responsabilità limitata degli enti riconosciuti come persone giuridiche e la responsabilità degli amministratori, tenendo anche conto del rapporto tra il patrimonio netto e il complessivo indebitamento degli enti medesimi;

c) assicurare il rispetto dei diritti degli associati, con particolare riguardo ai diritti di informazione, partecipazione e impugnazione degli atti deliberativi, e il rispetto delle prerogative dell'assemblea, prevedendo limiti alla raccolta delle deleghe;

d) prevedere che alle associazioni e alle fondazioni che esercitano stabilmente e prevalentemente attività d'impresa si applichino le norme previste dai titoli V e VI del libro quinto del codice civile, in quanto compatibili, e in coerenza con quanto disposto all'articolo 9, comma 1, lettera e);

e) disciplinare il procedimento per ottenere la trasformazione diretta e la fusione tra associazioni e fondazioni, nel rispetto del principio generale della trasformabilità tra enti collettivi diversi introdotto dalla riforma del diritto societario di cui al *decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6*.

### **Art. 4.** *Riordino e revisione della disciplina del Terzo settore e codice del Terzo settore*

1. Con i decreti legislativi di cui all'articolo 1, comma 2, lettera b), si provvede al riordino e alla revisione organica della disciplina vigente in materia di enti del Terzo settore mediante la redazione di un codice per la raccolta e il coordinamento delle relative disposizioni, con l'indicazione espressa delle norme abrogate a seguito della loro entrata in vigore, nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi:

a) stabilire le disposizioni generali e comuni applicabili, nel rispetto del principio di specialità, agli enti del Terzo settore;

b) individuare le attività di interesse generale che caratterizzano gli enti del Terzo settore, il cui svolgimento, in coerenza con le previsioni statutarie e attraverso modalità che prevedano le più ampie condizioni di accesso da parte dei soggetti beneficiari, costituisce requisito per l'accesso alle agevolazioni previste dalla normativa e che sono soggette alle verifiche di cui alla lettera i). Le attività di interesse generale di cui alla presente lettera sono individuate secondo criteri che tengano conto delle finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale nonché sulla base dei settori di attività già previsti dal *decreto legislativo 4 dicembre 1997, n. 460*, e dal *decreto legislativo 24 marzo 2006, n. 155*. Al periodico aggiornamento delle attività di interesse generale si provvede con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri da adottare su proposta del Ministro del lavoro e delle politiche sociali, acquisito il parere delle commissioni parlamentari competenti;

c) individuare criteri e condizioni in base ai quali differenziare lo svolgimento delle attività di interesse generale di cui alla lettera b) tra i diversi enti del Terzo settore di cui all'articolo 1, comma 1;

d) definire forme e modalità di organizzazione, amministrazione e controllo degli enti ispirate ai principi di democrazia, eguaglianza, pari opportunità, partecipazione degli associati e dei lavoratori nonché ai principi di efficacia, di efficienza, di trasparenza, di correttezza e di economicità della gestione degli enti, prevedendo strumenti idonei a garantire il rispetto dei diritti degli associati e dei lavoratori, con facoltà di adottare una disciplina differenziata che tenga conto delle peculiarità della compagine e della struttura associativa nonché della disciplina relativa agli enti delle confessioni religiose che hanno stipulato patti o intese con lo Stato;

e) prevedere il divieto di distribuzione, anche in forma indiretta, degli utili o degli avanzi di gestione e del patrimonio dell'ente, fatto salvo quanto previsto dall'articolo 6, comma 1, lettera d);

f) individuare criteri che consentano di distinguere, nella tenuta della contabilità e dei rendiconti, la diversa natura delle poste contabili in relazione al perseguimento dell'oggetto sociale e definire criteri e vincoli in base ai quali l'attività d'impresa svolta dall'ente in forma non prevalente e non stabile risulta finalizzata alla realizzazione degli scopi istituzionali;

g) disciplinare gli obblighi di controllo interno, di rendicontazione, di trasparenza e d'informazione nei confronti degli associati, dei lavoratori e dei terzi, differenziati anche in ragione della dimensione economica dell'attività svolta e dell'impiego di risorse pubbliche, tenendo conto di quanto previsto dal *decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231*, nonché prevedere il relativo regime sanzionatorio;

h) garantire, negli appalti pubblici, condizioni economiche non inferiori a quelle previste dai contratti collettivi nazionali di lavoro adottati dalle organizzazioni sindacali maggiormente rappresentative;

i) individuare specifiche modalità e criteri di verifica periodica dell'attività svolta e delle finalità perseguite, nel rispetto delle previsioni statutarie e in relazione alle categorie dei soggetti destinatari;

l) al fine di garantire l'assenza degli scopi lucrativi, promuovere un principio di proporzionalità tra i diversi trattamenti economici e disciplinare, nel pieno rispetto del principio di trasparenza, i limiti e gli obblighi di pubblicità relativi agli emolumenti, ai compensi o ai corrispettivi a qualsiasi titolo attribuiti ai componenti degli organi di amministrazione e controllo, ai dirigenti nonché agli associati;

m) riorganizzare il sistema di registrazione degli enti e di tutti gli atti di gestione rilevanti, secondo criteri di semplificazione e tenuto conto delle finalità e delle caratteristiche di specifici elenchi nazionali di settore, attraverso la previsione di un Registro unico nazionale del Terzo settore, suddiviso in specifiche sezioni, da istituire presso il Ministero del lavoro e delle politiche sociali, favorendone, anche con modalità telematiche, la piena conoscibilità in tutto il territorio nazionale. L'iscrizione nel Registro, subordinata al possesso dei requisiti previsti ai sensi delle lettere b), c), d) ed e), è obbligatoria per gli enti del Terzo settore che si avvalgono prevalentemente o stabilmente di finanziamenti pubblici, di fondi privati raccolti attraverso pubbliche sottoscrizioni o di fondi europei destinati al sostegno dell'economia sociale o che esercitano attività in regime di convenzione o di accreditamento con enti pubblici o che intendono avvalersi delle agevolazioni previste ai sensi dell'articolo 9;

n) prevedere in quali casi l'amministrazione, all'atto della registrazione degli enti nel Registro unico di cui alla lettera m), acquisisce l'informazione o la certificazione antimafia;

o) valorizzare il ruolo degli enti nella fase di programmazione, a livello territoriale, relativa anche al sistema integrato di interventi e servizi socio-assistenziali nonché di tutela e valorizzazione del patrimonio culturale, paesaggistico e ambientale e individuare criteri e modalità per l'affidamento agli enti dei servizi d'interesse generale, improntati al rispetto di standard di qualità e impatto sociale del servizio, obiettività, trasparenza e semplificazione e nel rispetto della disciplina europea e nazionale in materia di affidamento dei servizi di interesse generale, nonché criteri e modalità per la verifica dei risultati in termini di qualità e di efficacia delle prestazioni;

p) riconoscere e valorizzare le reti associative di secondo livello, intese quali organizzazioni che associano enti del Terzo settore, anche allo scopo di accrescere la loro rappresentatività presso i soggetti istituzionali;

q) prevedere che il coordinamento delle politiche di governo e delle azioni di promozione e di indirizzo delle attività degli enti di cui alla presente legge sia assicurato, in raccordo con i Ministeri competenti, dalla Presidenza del Consiglio dei ministri.

#### **Art. 5. Attività di volontariato, di promozione sociale e di mutuo soccorso**

1. Con i decreti legislativi di cui all'articolo 1, comma 2, lettera b), si provvede altresì al riordino e alla revisione organica della disciplina vigente in materia di attività di volontariato, di promozione sociale e di mutuo soccorso, tenuto conto di quanto previsto dagli articoli 2, 4 e 9 e nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi:

a) armonizzazione e coordinamento delle diverse discipline vigenti in materia di volontariato e di promozione sociale, valorizzando i principi di gratuità, democraticità e partecipazione e riconoscendo e favorendo, all'interno del Terzo settore, le tutele dello status di volontario e la specificità delle organizzazioni di volontariato di cui alla *legge 11 agosto 1991, n. 266*, e di quelle operanti nella protezione civile;

b) introduzione di criteri e limiti relativi al rimborso spese per le attività dei volontari, preservandone il carattere di gratuità e di estraneità alla prestazione lavorativa;

c) promozione della cultura del volontariato, in particolare tra i giovani, anche attraverso apposite iniziative da svolgere nell'ambito delle strutture e delle attività scolastiche;

d) valorizzazione delle diverse esperienze di volontariato, anche attraverso il coinvolgimento delle organizzazioni di volontariato nelle attività di promozione e di sensibilizzazione, e riconoscimento in ambito scolastico e lavorativo delle competenze acquisite dai volontari;

e) revisione del sistema dei centri di servizio per il volontariato, di cui all'*articolo 15 della legge 11 agosto 1991, n. 266*, prevedendo:

1) che alla loro costituzione e gestione possano concorrere gli enti del Terzo settore di cui all'articolo 1, comma 1, con esclusione di quelli costituiti nelle forme di cui al libro quinto del codice civile, assumendo la personalità giuridica e una delle forme giuridiche previste per gli enti del Terzo settore;

2) che la loro costituzione sia finalizzata a fornire supporto tecnico, formativo e informativo per promuovere e rafforzare la presenza e il ruolo dei volontari nei diversi enti del Terzo settore;

3) il loro accreditamento e il loro finanziamento stabile, attraverso un programma triennale, con le risorse previste dall'*articolo 15 della legge 11 agosto 1991, n. 266*, e che, qualora gli stessi utilizzino risorse diverse, le medesime siano comprese in una contabilità separata;

4) il libero ingresso nella base sociale e criteri democratici per il funzionamento dell'organo assembleare, con l'attribuzione della maggioranza assoluta dei voti nell'assemblea alle organizzazioni di volontariato di cui alla *legge 11 agosto 1991, n. 266*;

5) forme di incompatibilità per i soggetti titolari di ruoli di direzione o di rappresentanza esterna;

6) che gli stessi non possano procedere a erogazioni dirette in denaro ovvero a cessioni a titolo gratuito di beni mobili o immobili a beneficio degli enti del Terzo settore;

f) revisione dell'attività di programmazione e controllo delle attività e della gestione dei centri di servizio per il volontariato, svolta mediante organismi regionali o sovraregionali, tra loro coordinati sul piano nazionale, prevedendo:

1) che tali organismi, in applicazione di criteri definiti sul piano nazionale, provvedano alla programmazione del numero e della collocazione dei centri di servizio, al loro accreditamento e alla verifica periodica del mantenimento dei requisiti, anche sotto il profilo della qualità dei servizi dagli stessi erogati, nonché all'attribuzione delle risorse finanziarie anche in applicazione di elementi di perequazione territoriale;

2) che alla costituzione di tali organismi si provveda con decreto del Ministro del lavoro e delle politiche sociali, secondo criteri di efficienza e di contenimento dei costi di funzionamento da porre a carico delle risorse di cui all'*articolo 15 della legge 11 agosto 1991, n. 266*, con l'eccezione di eventuali emolumenti previsti per gli amministratori e i dirigenti i cui oneri saranno posti a carico, in maniera aggiuntiva, delle fondazioni bancarie finanziatrici;

g) superamento del sistema degli Osservatori nazionali per il volontariato e per l'associazionismo di promozione sociale, attraverso l'istituzione del Consiglio nazionale del Terzo settore, quale organismo di consultazione degli enti del Terzo settore a livello nazionale, la cui composizione valorizzi il ruolo delle reti associative di secondo livello di cui all'articolo 4, comma 1, lettera p). All'attuazione della disposizione di cui al periodo precedente si provvede nell'ambito delle risorse umane, finanziarie e strumentali disponibili a legislazione vigente;

h) previsione di requisiti uniformi per i registri regionali all'interno del Registro unico nazionale di cui all'articolo 4, comma 1, lettera m);

i) previsione di un regime transitorio volto a disciplinare lo status giuridico delle società di mutuo soccorso di cui alla *legge 15 aprile 1886, n. 3818*, già esistenti alla data di entrata in vigore della presente legge, nell'eventualità che intendano rinunciare alla natura di società di mutuo soccorso per continuare ad operare quali associazioni senza fini di lucro, con particolare riguardo alle condizioni per mantenere il possesso del proprio patrimonio, che deve essere comunque volto al raggiungimento di finalità solidaristiche.

## **Art. 6. *Impresa sociale***

1. Con i decreti legislativi di cui all'articolo 1, comma 2, lettera c), si provvede al riordino e alla revisione della disciplina in materia di impresa sociale, tenuto conto di quanto previsto dagli articoli 2, 4 e 9 e nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi:

a) qualificazione dell'impresa sociale quale organizzazione privata che svolge attività d'impresa per le finalità di cui all'articolo 1, comma 1, destina i propri utili prioritariamente al conseguimento dell'oggetto sociale nei limiti di cui alla lettera d), adotta modalità di gestione responsabili e trasparenti, favorisce il più ampio coinvolgimento dei dipendenti, degli utenti e di tutti i soggetti interessati alle sue attività e quindi rientra nel complesso degli enti del Terzo settore;

b) individuazione dei settori in cui può essere svolta l'attività d'impresa di cui alla lettera a), nell'ambito delle attività di interesse generale di cui all'articolo 4, comma 1, lettera b);

c) acquisizione di diritto della qualifica di impresa sociale da parte delle cooperative sociali e dei loro consorzi;

d) previsione di forme di remunerazione del capitale sociale che assicurino la prevalente destinazione degli utili al conseguimento dell'oggetto sociale, da assoggettare a condizioni e comunque nei limiti massimi previsti per le cooperative a mutualità prevalente, e previsione del divieto di ripartire eventuali avanzi di gestione per gli enti per i quali tale possibilità è esclusa per legge, anche qualora assumano la qualifica di impresa sociale;

e) previsione per l'organizzazione che esercita l'impresa sociale dell'obbligo di redigere il bilancio ai sensi degli articoli 2423 e seguenti del codice civile, in quanto compatibili;

f) previsione di specifici obblighi di trasparenza e di limiti in materia di remunerazione delle cariche sociali e di retribuzione dei titolari degli organismi dirigenti;

g) ridefinizione delle categorie di lavoratori svantaggiati tenendo conto delle nuove forme di esclusione sociale, anche con riferimento ai principi di pari opportunità e non discriminazione di cui alla vigente normativa nazionale e dell'Unione europea, prevedendo una graduazione dei benefici finalizzata a favorire le categorie maggiormente svantaggiate;

h) possibilità, nel rispetto delle disposizioni del *decreto legislativo 8 aprile 2013, n. 39*, per le imprese private e per le amministrazioni pubbliche di assumere cariche sociali negli organi di amministrazione delle imprese sociali, salvo il divieto di assumerne la direzione, la presidenza e il controllo;

i) coordinamento della disciplina dell'impresa sociale con il regime delle attività d'impresa svolte dalle organizzazioni non lucrative di utilità sociale;

l) previsione della nomina, in base a principi di terzietà, fin dall'atto costitutivo, di uno o più sindaci allo scopo di monitorare e vigilare sull'osservanza della legge e dello statuto da parte dell'impresa sociale, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, anche con riferimento alle disposizioni del *decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231*, e sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile.

#### **Art. 7. Vigilanza, monitoraggio e controllo**

1. Le funzioni di vigilanza, monitoraggio e controllo pubblico sugli enti del Terzo settore, ivi comprese le imprese sociali di cui all'articolo 6, e sulle loro attività, finalizzate a garantire l'uniforme e corretta osservanza della disciplina legislativa, statutaria e regolamentare ad essi applicabile, sono esercitate dal Ministero del lavoro e delle politiche sociali, in collaborazione, per quanto di competenza, con i Ministeri interessati nonché, per quanto concerne gli aspetti inerenti alla disciplina delle organizzazioni di volontariato di protezione civile, con il Dipartimento della protezione civile della Presidenza del Consiglio dei ministri, e con l'Agenzia delle entrate, ferme restando le funzioni di coordinamento e di indirizzo di cui all'articolo 4, comma 1, lettera q). Nello svolgimento di tali funzioni, il Ministero del lavoro e delle politiche sociali individua modalità di coinvolgimento e raccordo anche con l'organismo di cui all'articolo 5, comma 1, lettera g).

2. Il Ministero del lavoro e delle politiche sociali, nell'ambito delle attività di cui al comma 1, promuove l'adozione di adeguate ed efficaci forme di autocontrollo degli enti del Terzo settore anche attraverso l'utilizzo di strumenti atti a garantire la più ampia trasparenza e conoscibilità delle attività svolte dagli enti medesimi, sulla base di apposito accreditamento delle reti associative di

secondo livello di cui all'articolo 4, comma 1, lettera p), o, con particolare riferimento agli enti di piccole dimensioni, con i centri di servizio per il volontariato di cui all'articolo 5, comma 1, lettera e).

3. Il Ministero del lavoro e delle politiche sociali, sentito l'organismo di cui all'articolo 5, comma 1, lettera g), predispone linee guida in materia di bilancio sociale e di sistemi di valutazione dell'impatto sociale delle attività svolte dagli enti del Terzo settore, anche in attuazione di quanto previsto dall'articolo 4, comma 1, lettera o). Per valutazione dell'impatto sociale si intende la valutazione qualitativa e quantitativa, sul breve, medio e lungo periodo, degli effetti delle attività svolte sulla comunità di riferimento rispetto all'obiettivo individuato.

4. Con decreto del Ministro del lavoro e delle politiche sociali, da adottare entro sessanta giorni dalla data di entrata in vigore dell'ultimo dei decreti legislativi emanati in attuazione della presente legge, sono definiti i termini e le modalità per il concreto esercizio della vigilanza, del monitoraggio e del controllo di cui al presente articolo.

5. All'attuazione delle disposizioni di cui al presente articolo le amministrazioni competenti provvedono nell'ambito delle risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e, comunque, senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

#### **Art. 8. Servizio civile universale**

1. Con il decreto legislativo di cui all'articolo 1, comma 2, lettera d), si provvede alla revisione della disciplina in materia di servizio civile nazionale, tenuto conto di quanto previsto *dall'articolo 1 della legge 6 marzo 2001, n. 64*, e nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi:

a) istituzione del servizio civile universale finalizzato, ai sensi degli articoli 52, primo comma, e 11 della Costituzione, alla difesa non armata della patria e alla promozione dei valori fondativi della Repubblica, anche con riferimento agli articoli 2 e 4, secondo comma, della Costituzione;

b) previsione di un meccanismo di programmazione, di norma triennale, dei contingenti di giovani italiani e stranieri regolarmente soggiornanti, di età compresa tra 18 e 28 anni, che possono essere ammessi al servizio civile universale tramite bando pubblico e di procedure di selezione e avvio dei giovani improntate a principi di semplificazione, trasparenza e non discriminazione;

c) definizione dello status giuridico dei giovani ammessi al servizio civile universale, prevedendo l'instaurazione, fra i medesimi giovani e lo Stato, di uno specifico rapporto di servizio civile non assimilabile al rapporto di lavoro, con previsione dell'esclusione di tale prestazione da ogni imposizione tributaria;

d) attribuzione allo Stato delle funzioni di programmazione, organizzazione, accreditamento e controllo del servizio civile universale; realizzazione, con il coinvolgimento delle regioni, dei programmi da parte di enti locali, altri enti pubblici territoriali ed enti del Terzo settore; possibilità per le regioni, gli enti locali, gli altri enti pubblici territoriali e gli enti del Terzo settore di attivare autonomamente progetti di servizio civile con risorse proprie, da realizzare presso soggetti accreditati;

e) previsione di criteri e modalità di accreditamento degli enti di servizio civile universale, tenuto conto di quanto previsto *dall'articolo 3 della legge 6 marzo 2001, n. 64*, nell'ottica della semplificazione e della trasparenza;

f) previsione di criteri e modalità di semplificazione e di trasparenza delle procedure di gestione e di valutazione dell'attività svolta dagli enti di servizio civile universale, anche con

riferimento ai contributi finanziari erogati dalle competenti strutture della Presidenza del Consiglio dei ministri in relazione all'attuazione dei progetti di servizio civile universale, a carico del Fondo nazionale per il servizio civile;

g) previsione di un limite di durata del servizio civile universale, non inferiore a otto mesi complessivi e, comunque, non superiore a un anno, che contemperì le finalità del servizio con le esigenze di vita e di lavoro dei giovani coinvolti, e della possibilità che il servizio sia prestato, in parte, in uno degli Stati membri dell'Unione europea nonché, per iniziative riconducibili alla promozione della pace e della nonviolenza e alla cooperazione allo sviluppo, anche nei Paesi al di fuori dell'Unione europea;

h) riconoscimento e valorizzazione delle competenze acquisite durante l'espletamento del servizio civile universale in funzione del loro utilizzo nei percorsi di istruzione e in ambito lavorativo;

i) riordino e revisione della Consulta nazionale per il servizio civile, quale organismo di consultazione, riferimento e confronto per l'amministrazione, sulla base del principio di rappresentatività di tutti gli enti accreditati, anche con riferimento alla territorialità e alla rilevanza per ciascun settore di intervento.

#### **Art. 9. Misure fiscali e di sostegno economico**

1. I decreti legislativi di cui all'articolo 1 disciplinano le misure agevolative e di sostegno economico in favore degli enti del Terzo settore e procedono anche al riordino e all'armonizzazione della relativa disciplina tributaria e delle diverse forme di fiscalità di vantaggio, nel rispetto della normativa dell'Unione europea e tenuto conto di quanto disposto ai sensi della *legge 11 marzo 2014, n. 23*, sulla base dei seguenti principi e criteri direttivi:

a) revisione complessiva della definizione di ente non commerciale ai fini fiscali connessa alle finalità di interesse generale perseguite dall'ente e introduzione di un regime tributario di vantaggio che tenga conto delle finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale dell'ente, del divieto di ripartizione, anche in forma indiretta, degli utili o degli avanzi di gestione e dell'impatto sociale delle attività svolte dall'ente;

b) razionalizzazione e semplificazione del regime di deducibilità dal reddito complessivo e di detraibilità dall'imposta lorda sul reddito delle persone fisiche e giuridiche delle erogazioni liberali, in denaro e in natura, disposte in favore degli enti di cui all'articolo 1, al fine di promuovere, anche attraverso iniziative di raccolta di fondi, i comportamenti donativi delle persone e degli enti;

c) completamento della riforma strutturale dell'istituto della destinazione del cinque per mille dell'imposta sul reddito delle persone fisiche in base alle scelte espresse dai contribuenti in favore degli enti di cui all'articolo 1, razionalizzazione e revisione dei criteri di accreditamento dei soggetti beneficiari e dei requisiti per l'accesso al beneficio nonché semplificazione e accelerazione delle procedure per il calcolo e l'erogazione dei contributi spettanti agli enti;

d) introduzione, per i soggetti beneficiari di cui alla lettera c), di obblighi di pubblicità delle risorse ad essi destinate, individuando un sistema improntato alla massima trasparenza, con la previsione delle conseguenze sanzionatorie per il mancato rispetto dei predetti obblighi di pubblicità, fermo restando quanto previsto dall'articolo 4, comma 1, lettera g);

e) razionalizzazione dei regimi fiscali e contabili semplificati in favore degli enti del Terzo settore di cui all'articolo 1, in relazione a parametri oggettivi da individuare con i decreti legislativi di cui al medesimo articolo 1;

f) previsione, per le imprese sociali:

1) della possibilità di accedere a forme di raccolta di capitali di rischio tramite portali telematici, in analogia a quanto previsto per le start-up innovative;

2) di misure agevolative volte a favorire gli investimenti di capitale;

g) istituzione, presso il Ministero del lavoro e delle politiche sociali, di un fondo destinato a sostenere lo svolgimento di attività di interesse generale di cui all'articolo 4, comma 1, lettera b), attraverso il finanziamento di iniziative e progetti promossi da organizzazioni di volontariato, associazioni di promozione sociale e fondazioni comprese tra gli enti del Terzo settore di cui all'articolo 1, comma 1, disciplinandone altresì le modalità di funzionamento e di utilizzo delle risorse, anche attraverso forme di consultazione del Consiglio nazionale del Terzo settore. Il fondo di cui alla presente lettera è articolato, solo per l'anno 2016, in due sezioni: la prima di carattere rotativo, con una dotazione di 10 milioni di euro; la seconda di carattere non rotativo, con una dotazione di 7,3 milioni di euro;

h) introduzione di meccanismi volti alla diffusione dei titoli di solidarietà e di altre forme di finanza sociale finalizzate a obiettivi di solidarietà sociale;

i) promozione dell'assegnazione in favore degli enti di cui all'articolo 1, anche in associazione tra loro, degli immobili pubblici inutilizzati, nonché, tenuto conto della disciplina in materia, dei beni immobili e mobili confiscati alla criminalità organizzata, secondo criteri di semplificazione e di economicità, anche al fine di valorizzare in modo adeguato i beni culturali e ambientali;

l) previsione di agevolazioni volte a favorire il trasferimento di beni patrimoniali agli enti di cui alla presente legge;

m) revisione della disciplina riguardante le organizzazioni non lucrative di utilità sociale, in particolare prevedendo una migliore definizione delle attività istituzionali e di quelle connesse, fermo restando il vincolo di non prevalenza delle attività connesse e il divieto di distribuzione, anche indiretta, degli utili o degli avanzi di gestione e fatte salve le condizioni di maggior favore relative alle organizzazioni di volontariato, alle cooperative sociali e alle organizzazioni non governative.

2. Le misure agevolative previste dal presente articolo tengono conto delle risorse del Fondo rotativo di cui all'articolo 1, comma 354, della legge 30 dicembre 2004, n. 311, già destinate alle imprese sociali di cui all'articolo 6 della presente legge secondo quanto previsto dal decreto del Ministro dello sviluppo economico 3 luglio 2015, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 224 del 26 settembre 2015.

#### **Art. 10. *Fondazione Italia sociale***

1. E' istituita la Fondazione Italia sociale, di seguito denominata «Fondazione», con lo scopo di sostenere, mediante l'apporto di risorse finanziarie e di competenze gestionali, la realizzazione e lo sviluppo di interventi innovativi da parte di enti del Terzo settore, caratterizzati dalla produzione di beni e servizi con un elevato impatto sociale e occupazionale e rivolti, in particolare, ai territori e ai soggetti maggiormente svantaggiati. La Fondazione, nel rispetto del principio di prevalenza dell'impiego di risorse provenienti da soggetti privati, svolge una funzione sussidiaria e non sostitutiva dell'intervento pubblico ed è soggetta alle disposizioni del codice civile, delle leggi speciali e dello statuto, senza obbligo di conservazione del patrimonio o di remunerazione degli investitori.

2. Per il raggiungimento dei propri scopi la Fondazione instaura rapporti con omologhi enti o organismi in Italia e all'estero.

3. Lo statuto della Fondazione, con il quale si provvede anche alla individuazione degli organi, della loro composizione e dei loro compiti, prevede:

a) strumenti e modalità che consentano alla Fondazione di finanziare le proprie attività attraverso la mobilitazione di risorse finanziarie pubbliche e private, anche mediante il ricorso a iniziative donative per fini sociali e campagne di crowdfunding;

b) strumenti e modalità di investimento, diretto o in partenariato con terzi, anche con riferimento alla diffusione di modelli di welfare integrativi rispetto a quelli già assicurati dall'intervento pubblico e allo sviluppo del microcredito e di altri strumenti di finanza sociale;

c) la nomina, nell'organo di governo della Fondazione, di un componente designato dal Consiglio nazionale del Terzo settore di cui all'articolo 5, comma 1, lettera g).

4. Con decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio dei ministri, sentiti i Ministri del lavoro e delle politiche sociali e dell'economia e delle finanze, è approvato lo statuto della Fondazione. Lo schema di decreto è trasmesso alla Camera dei deputati e al Senato della Repubblica perché su di esso siano espressi, entro trenta giorni dalla data di trasmissione, i pareri delle commissioni competenti per materia. Decorso il termine previsto per l'espressione dei pareri, il decreto può essere comunque adottato.

5. L'organizzazione, il funzionamento e la gestione della Fondazione sono ispirati ai principi di efficacia, efficienza, trasparenza ed economicità. La Fondazione si dota, altresì, di strumenti e modalità di verifica dell'effettivo impatto sociale ed occupazionale conseguito.

6. Tutti gli atti connessi alle operazioni di costituzione della Fondazione e di conferimento e devoluzione alla stessa sono esclusi da ogni tributo e diritto e sono effettuati in regime di neutralità fiscale.

7. Per lo svolgimento delle attività istituzionali, è assegnata alla Fondazione una dotazione iniziale, per l'anno 2016, di un milione di euro. Al relativo onere si provvede mediante corrispondente riduzione dell'autorizzazione di spesa di cui all'*articolo 1, comma 187, della legge 23 dicembre 2014, n. 190*.

8. A decorrere dall'anno successivo a quello di entrata in vigore della presente legge, la Fondazione trasmette alle Camere, entro il 31 dicembre di ogni anno, una relazione sulle attività svolte per il perseguimento degli scopi istituzionali di cui al comma 1, sui risultati conseguiti, sull'entità e articolazione del patrimonio, nonché sull'utilizzo della dotazione di cui al comma 7.

#### **Art. 11. Disposizioni finanziarie e finali**

1. All'attuazione delle deleghe conferite dall'articolo 1, comma 1, fermo restando quanto previsto dai commi 2 e 3 del presente articolo, si provvede nei limiti delle risorse di cui all'*articolo 1, comma 187, della legge 23 dicembre 2014, n. 190*.

2. Per l'attuazione di quanto previsto dall'articolo 9, comma 1, lettera g), è autorizzata la spesa di 17,3 milioni di euro per l'anno 2016 e di 20 milioni di euro annui a decorrere dall'anno 2017. Al relativo onere per l'anno 2016 si provvede, quanto a 10 milioni di euro, mediante utilizzo delle disponibilità in conto residui relative all'autorizzazione di spesa di cui all'*articolo 23, comma 10, del*

*decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 agosto 2012, n. 134, e, quanto a 7,3 milioni di euro, mediante corrispondente utilizzo delle risorse già trasferite al bilancio autonomo della Presidenza del Consiglio dei ministri ai sensi dell'articolo 47, secondo comma, della legge 20 maggio 1985, n. 222, relative alla quota destinata allo Stato dell'otto per mille dell'imposta sul reddito delle persone fisiche per l'anno 2015. A tal fine la somma di 10 milioni di euro di cui al secondo periodo è versata all'entrata del bilancio dello Stato nell'anno 2016. A decorrere dall'anno 2017 al relativo onere si provvede mediante corrispondente riduzione dell'autorizzazione di spesa di cui all'articolo 1, comma 187, della legge 23 dicembre 2014, n. 190. Ai fini dell'attuazione delle disposizioni di cui al primo periodo, il Ministro dell'economia e delle finanze è autorizzato ad apportare, con propri decreti, le occorrenti variazioni di bilancio anche in conto residui.*

3. Alla stabilizzazione e al rafforzamento delle misure previste all'articolo 9, comma 1, lettera c), si provvede nei limiti delle risorse di cui all'articolo 1, comma 154, della legge 23 dicembre 2014, n. 190.

4. Le disposizioni della presente legge e quelle dei decreti legislativi emanati in attuazione della stessa si applicano nei confronti delle regioni a statuto speciale e delle province autonome di Trento e di Bolzano nel rispetto dei loro statuti e delle relative norme di attuazione.

#### **Art. 12.** *Relazione alle Camere*

1. Il Ministro del lavoro e delle politiche sociali, anche avvalendosi dei dati forniti dalle amministrazioni interessate, trasmette alle Camere, entro il 30 giugno di ciascun anno, una relazione sulle attività di vigilanza, monitoraggio e controllo svolte, ai sensi dell'articolo 7, sugli enti del Terzo settore, ivi comprese le imprese sociali di cui all'articolo 6, nonché sullo stato di attuazione della riorganizzazione del sistema di registrazione di cui all'articolo 4, comma 1, lettera m).

La presente legge, munita del sigillo dello Stato, sarà inserita nella Raccolta ufficiale degli atti normativi della Repubblica italiana. E' fatto obbligo a chiunque spetti di osservarla e di farla osservare come legge dello Stato.

## **Lavori preparatori**

*Camera dei deputati* (atto n. 2616):

Presentato dal Presidente del Consiglio dei ministri (RENZI), Ministro del lavoro e politiche sociali (POLETTI) il 22 agosto 2014.

Assegnato alla XII commissione (Affari sociali), in sede referente, l'11 settembre 2014 con pareri delle commissioni I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, X, XI, XIV e Questioni regionali.

Esaminato dalla XII commissione, in sede referente, il 1°, 7, 9, 14, 16, 21, 22 e 28 ottobre 2014; 25 novembre 2014; 15, 27 e 28 gennaio 2015; 4, 10, 17, 18, 24, 25 e 26 febbraio 2015; 4, 5, 10, 11, 12, 17, 18 e 31 marzo 2015.

Esaminato in aula il 1° aprile 2015 e l'8 aprile 2015 ed approvato il 9 aprile 2015.

*Senato della Repubblica* (atto n. 1870):

Assegnato alla 1a commissione (Affari costituzionali), in sede referente, il 20 aprile 2015 con pareri delle commissioni 2a, 3a, 4a, 5a, 6a, 7a, 10a, 11a, 12a, 13a, 14a e Questioni regionali.

Esaminato dalla 1a commissione, in sede referente, il 12, 13, 19 e 20 maggio 2015; 17, 18 e 24 giugno 2015; 9 e 29 settembre 2015; 2, 9 e 15 dicembre 2015; 12 gennaio 2016; 10 e 23 febbraio 2016; 1°, 3, 8, 9, 10, 15 e 16 marzo 2016.

Esaminato in aula il 17, 22, 23 e 30 marzo 2016 ed approvato il 31 marzo 2016.

*Camera dei deputati* (atto n. 2617-B):

Assegnato alla XII commissione (Affari sociali), in sede referente, il 4 aprile 2016 con parere delle commissioni I, II, III, IV, V, VI, VIII, X, XI, XIV.

Esaminato dalla XII commissione, in sede referente, il 19, 21 e 28 aprile 2016; 3, 4, 12, 17, 18, 19 e 24 maggio 2016.

Esaminato in aula 23 maggio 2016 ed approvato, il 25 maggio 2016.