

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

3 / 2015 - SUPPLEMENTO

ISSN: 2036-4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione

R. Masera - F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/ 2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardì, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, F. Moliterni, G. Niccolini, A. Niutta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valenzise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

L. Di Brina, A. Niutta, F. Sartori, V. Troiano

INDICE

ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI – *Presentazione* (Presentation).....1

ELISABETTA BANI – *Social Enterprise, Finance and sustainable Development*.....3

ANNA MARIA BENTIVEGNA – *Fondi di garanzia dei depositi e crisi bancarie. Novità e profili problematici alla luce del nuovo framework regolamentare europeo in materia risanamento e risoluzione* (Deposit guarantee schemes and banking crises. New trends and challenges in light of the new european regulatory framework of banking recovery and resolution).....25

ROBERTO CARATOZZOLO – *Caratteri ed obiettivi dei recenti interventi regolatori sulle pmi: i mini bond tra disciplina civilistica e regole di mercato* (Characters and aims of the new regulation about Smes: the mini bond between civil law and market rules).....55

CLAUDIA GOLINO – *L'efficacia della regolamentazione europea e nazionale per il mezzogiorno* (The effectiveness of regulatory framework of Mezzogiorno in Italy)80

VALERIO LEMMA – *Ad un anno dal Single Supervisory Mechanism: riflessioni per un primo bilancio* (One year after the Single Supervisory Mechanism: considerations for a first analysis).....114

PAOLA LUCANTONI – *L'organizzazione della funzione di negoziazione degli strumenti*

finanziari equity. Fragmentazione della liquidità tra trading venues e strategie regolatorie per una maggior trasparenza del mercato over the counter (The organization of the equity trading function. Fragmentation of the liquidity among trading venues and the regulatory strategies for a deeper disclosure in the OTC trading).....130

MADDALENA MARCHESI – *Il nuovo codice di condotta iosco in materia di agenzie di rating: la parabola della disciplina di trasparenza* (The new IOSCO Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies: the parable of transparency rules).....159

FRANCESCA MATTASSOGLIO – *Quale modello di banca per il futuro mercato finanziario europeo? Alcune riflessioni sulle riforme strutturali in atto* (Which model of bank for the future European financial market? Some observations concerning the ongoing structural reforms).....192

ELISABETTA PIRAS – *La strategia regolatoria per il mercato assicurativo: Solvency II* (Regulatory strategy for insurance market: *Solvency II*)219

BIANCAMARIA RAGANELLI – *Giusto processo, Autorità e modelli sanzionatori. Il caso Consob* (Adjudication and sanction in proceedings in Italy).....233

DIEGO ROSSANO – *Nuove strategie per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione* (New strategies for the management of banking crises: the bail-in and its concrete application).....269

EDOARDO RULLI – *Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative* (Preventing insolvency. From bank bail-outs to resolution: relationships with

SOCIAL ENTERPRISE, FINANCE AND SUSTAINABLE DEVELOPMENT*.

ABSTRACT: *A few EU directives and national laws enacted during the last decade, as well as the empirical evidence of market experiments, lead to think that a new way to manage the enterprise and a new system of financing the firm are underway.*

Since the origins the enterprise goal has been to make profits for the partners, but the late Nineteen Century experience of the co-operative movement made clear that an economic activity can be performed for purposes beyond the profit. At a time when the co-operatives are stressing their limits there is an area where not for profit firms can act to serve needs of the communities, being a market third answer to the problems, different from the traditional alternative between the State and the market.

The idea of letting a number of small not for profit firms surge, at low incorporation costs, is also a way to create jobs, through self employment, and the creation of new EU fund structures like the so called ELTIF, EuVECA and EuSEF is a way of creating a financing environment which can breed the new initiatives.

SOMMARIO: 1. Come cambia il mercato. – 2. Le politiche comunitarie per l'imprenditoria sociale. 3. – L'impresa sociale in Italia. – 4. Esempi di fermento innovatore a favore di una finanza per la crescita. 5 – Conclusioni.

1. Negli ultimi anni alcuni provvedimenti normativi, comunitari e nazionali, così come una serie di esperimenti svolti da operatori economici, potrebbero essere interpretati come un fermento in atto nella ricerca di nuove modalità per lo svolgimento dell'attività di impresa e nel modo di fare finanza: in sintesi nelle logiche che governano il mercato.

* Contributo approvato dai revisori.

È certamente vero che sono tutt'altro che marginali i tentativi messi in campo per produrre beni e servizi con fini diversi dalla massimizzazione del profitto per i partecipanti all'impresa stessa da un lato e dall'altro quasi inediti gli sforzi del regolatore per indirizzare la finanza verso investimenti non meramente speculativi bensì di lungo periodo e rivolti al finanziamento dell'economia reale.

Dall'osservazione di questa tendenza in atto è legittimo chiedersi se il mercato è ancora il luogo delle scelte guidate solo dal profitto e nel quale lo Stato interviene solo per correggere le *market failures*.

Se il mercato non segue più solo la logica del profitto, non è che per caso alcune ipotesi in cui tradizionalmente si dice che lo Stato debba intervenire perché il mercato da solo non è in grado di soddisfare certi bisogni, adesso invece lo stesso mercato, *rectius* certe tipologie di imprenditori, possono soddisfarli? In questo caso lo Stato non deve supplire, ma assecondare incoraggiare e disciplinare. E se la regolazione dei mercati finanziari non ha impedito che scoppiasse e si propagasse la grande crisi del 2008 non è forse venuto il momento di aggiungere nuove connotazioni alla regolazione finanziaria e che gli ordinamenti si assumano anche il ruolo di incubatori di comportamenti virtuosi, nonché di dare riconoscimento giuridico e regolazione alle nuove logiche che si affacciano nel mercato.

La crisi ha costretto gli Stati ed i mercati a ripensare il loro ruolo e se qualcosa sta cambiando nelle logiche interne al mercato è necessario che di questo mutamento tenga conto la disciplina dettata per il mercato.

2. Il tema dell'impresa sociale non è nuovo e di certo non è successivo alla crisi finanziaria, da tempo si è consolidata la riflessione scientifica in materia, ma più che il contributo della dottrina sembra che sia stata la prova dei fatti a spingere le istituzioni europee negli ultimi anni a promuovere politiche comunitarie a favore dell'imprenditoria sociale. Mediamente questa ha affrontato la crisi con più dinamismo rispetto alle aziende for profit e questa osservazione ha indotto a sviluppare politiche comunitarie che "mirano a favorire l'affermazione del modello

e a creare un ecosistema entro cui le imprese sociali possano evolvere con pari dignità rispetto alle aziende di tipo tradizionale”¹. Inutile negare che il sostegno che l’Europa potrà offrire allo sviluppo dell’impresa sociale, è intimamente legato alla disponibilità di risorse aggiuntive che possano facilitare il processo evolutivo in corso. Contestualmente l’ordinamento europeo ha però posto anche attenzione alla necessità di perfezionare e sviluppare la disciplina dei modelli organizzativi più consoni all’espansione dell’imprenditoria sociale ed infine a promuovere questa nuova cultura d’impresa.

Che cosa sia l’imprenditoria sociale per le istituzioni europee e perché sia importante lo sviluppo dell’impresa sociale per l’Europa si può trovare sintetizzato in vari documenti ed in particolare in quelli che illustrano le iniziative per l’imprenditoria sociale assunte dalla Commissione europea.

In Europa è dal 2011 che sono state individuate tre linee d’intervento a favore delle imprese sociali. Queste si sono articolate in misure volte ad agevolare l’accesso ai finanziamenti per queste imprese, dare loro maggiore visibilità ed infine migliorare il quadro giuridico.

Il primo punto si sovrappone in parte a quanto avremo modo di approfondire in ordine alla finanza per la crescita (sostenibile), ma in parte anche se ne distingue, perciò vale la pena di osservare che in questa tipologia di interventi possiamo trovare sia forme “tradizionali” di intervento pubblico di sostegno, quali i Fondi pubblici stanziati a beneficio delle imprese sociali o il Programma per l’occupazione e l’innovazione sociale che è stato messo a

¹FLOREAN, *Imprese sociali e finanziamenti europei: quale rapporto? Il caso del Veneto*, in *Rivista impresa sociale*, n. 4 / 11-2014, pp. 65 e ss. Dove – oltre al caso di studio esaminato – si può trovare la ricostruzione degli interventi promossi a livello locale dall’Unione Europea a sostegno dell’impresa sociale (in particolare attraverso la programmazione del *Fondo Sociale Europeo* -FSE- e del *Fondo Europeo di Sviluppo Regionale* -FESR- e dove si sottolinea come, rispetto alle esperienze passate, nel periodo 2014-2020 la promozione dell’economia e dell’imprenditorialità sociale vengono elevate a priorità d’investimento specifico di questi fondi in quanto. Inoltre si sottolinea come con la strategia Europa 2020 l’Unione si concentra sulla necessità di integrare strategicamente le azioni poste in essere a favore dell’imprenditoria sociale non a caso gli Stati membri e le Regioni (cui spetta la gestione diretta di una quota di fondi strutturali) vengono esplicitamente invitati ad investire maggiormente nell’impresa sociale attraverso l’introduzione nei programmi FSE e FESR di azioni a ciò mirate.

disposizione delle imprese sociali o la riforma dei Fondi strutturali intrapresa per consentire agli Stati membri di utilizzarli per finanziare le imprese sociali².

In questi casi la novità sta nel soggetto beneficiario (l'impresa sociale), ma non nel tipo di incentivo, trattandosi appunto di finanziamenti pubblici³.

Tra gli interventi di sostegno, basati su misure di "attenzione particolare" ma non concretizzantesi in erogazione di finanziamenti, possiamo annoverare anche quelle disposizioni contenute nel pacchetto sui servizi di interesse economico generale, approvato nel 2011, che ha introdotto elementi di maggiore proporzionalità e flessibilità per le autorità pubbliche nel fornire aiuti di Stato alle imprese sociali, innalzando la soglia per l'esenzione dall'obbligo di notifica all'Unione europea per la compensazione di servizio pubblico a 500.000 euro per impresa su un periodo di tre anni.

Nell'ambito delle misure messe in campo dall'Unione europea per agevolare l'accesso ai finanziamenti per l'imprenditoria sociale, meritano una menzione particolare le iniziative volte a favorire l'incontro tra richiesta di sostegno finanziario da parte delle imprese sociali e gli investitori privati. In questo contesto si inserisce l'istituzione del Fondo europeo per l'imprenditoria sociale - il cui obiettivo è aiutare le imprese sociali ad accedere più facilmente ai finanziamenti e aiutare gli investitori ad identificare investimenti nelle imprese sociali stesse e l'adozione del Regolamento sui fondi di venture capital.

Su questo tema torneremo in seguito, perché si inserisce nella strategia

²Cfr FLOREAN, *op. loc. cit.*

³L'imprenditoria sociale non è solo piccola imprenditoria, ma certamente molte imprese sociali sono anche piccole imprese e beneficiano delle iniziative a sostegno della PMI. Di contro ci sono piccole imprese, che non sono imprese sociali, ma che possono beneficiare di iniziative poste in campo per sostenere l'imprenditoria sociale: Si pensi ad esempio allo sviluppo normativo del microcredito e del finanziamento collettivo (*crowdfunding*). Per quanto riguarda il microcredito nell'ottobre 2013 è stato pubblicato in Europa un "Codice di buona condotta per l'erogazione di microcrediti (per aiutare il settore ad affrontare la sfida dell'accesso ai finanziamenti a lungo termine). Il *crowdfunding* invece è stato oggetto soprattutto di iniziative nazionali. Da ultimo la Commissione, nell'Action Plan on *Capital Market Union* pubblicato il 30 settembre 2015, ha preso atto che non esiste al momento una regolamentazione europea sul *crowdfunding* e ha promosso un *assessment* dei regimi nazionali e delle *best practice* esistenti, a seguito del quale valuterà le misure idonee da adottare per lo sviluppo del canale alternativo di finanziamento.

posta in essere a partire dalla Comunicazione della Commissione del 26 novembre 2014 intitolata “Un piano di investimenti per l’Europa” e giunta all’adozione il 30 settembre 2015 da parte della Commissione Europea del Piano d’azione sul(la) Capital Market Union, strategia con la quale si intende affrontare una serie di problemi legati alla carenza di investimenti nell’Unione. Per sbloccare gli investimenti, aumentare e diversificare le fonti di finanziamento per le imprese europee e per i progetti infrastrutturali a lungo termine e rendere il sistema finanziario maggiormente stabile, vengono elencate una serie di iniziative entro le quali un ruolo di primo piano viene assegnato alla “finanza sostenibile”, oltre che alla creazione di un mercato unico per i nuovi fondi di investimento (basato su un unico complesso di norme), che consenta la commercializzazione e l’espansione di questo tipo di fondi in tutta l’Unione europea.

Tornando all’imprenditoria sociale, ci sembra da segnalare anche l’impegno in ambito europeo per creare una cultura comune dell’imprenditoria sociale, perché in effetti spinte generose in avanti, innovativi progetti locali si possono riscontrare un po’ ovunque nei singoli ordinamenti, ma il problema è appunto quello di coordinare ed indirizzare verso un obiettivo comune queste forze ⁴. E per migliorare il quadro giuridico in cui l’imprenditoria sociale può affermarsi e svilupparsi.

Sicuramente un importante riconoscimento delle specificità delle imprese sociali possiamo individuarlo nel pacchetto di riforme in materia di appalti pubblici, adottato all’inizio del 2014, (dove si incoraggiano e aiutano le autorità pubbliche a tener conto dell’intero ciclo di vita dei prodotti nelle loro decisioni di acquisto, nonché dei criteri sociali legati al processo di produzione).

Nelle direttive approvate dall’Unione Europea nel 2014 in materia di appalti

⁴Ricordiamo che per dare maggiore visibilità alle imprese sociali è stata creata la piattaforma online *Social Innovation Europe*, che aiuta (anche) gli imprenditori sociali a comunicare e scambiare informazioni sugli ultimi sviluppi nel settore. Inoltre l’Europa si propone di aiutare le autorità nazionali a una migliore comprensione del settore, affinché possano sostenere gli ecosistemi locali e nazionali di imprese sociali.

pubblici troviamo una “apertura”, un maggior riconoscimento delle imprese sociali come fornitrici di servizi alla PA. Infatti nelle nuove direttive sugli appalti si può notare un ampliamento, rispetto al passato, delle ipotesi in cui è consentito riservare le procedure di appalto a particolari tipologie di impresa in virtù delle finalità sociali da queste perseguite e dei loro caratteri strutturali e organizzativi⁵. Così l’art. 20 della Direttiva 2014/24/UE consente oggi di riservare il diritto di partecipare alle procedure di appalto - o l’esecuzione di un appalto nel contesto di programmi di lavoro protetti – a laboratori protetti o ad operatori economici il cui scopo principale sia l’integrazione sociale e professionale delle persone con disabilità o svantaggiate, a patto che questi impieghino almeno il 30% di lavoratori con disabilità o in situazione di svantaggio. Circa l’ambito soggettivo di applicazione della disposizione, la parte motivazionale della direttiva è ancora più esplicita, definendo i soggetti destinatari della riserva come imprese sociali (Considerando 36 della Direttiva 2014/24/UE). Lo stesso possiamo notare nell’ambito della categoria generale dei servizi sociali, di cui abbiamo già ricordato la portata agevolatrice, e segnaliamo ad esempio l’art. 77 della direttiva n. 24/2014 che individua alcuni particolari servizi sanitari, sociali e culturali per i quali è consentito riservare le procedure di aggiudicazione ad organizzazioni che perseguano una missione di servizio pubblico legata alla prestazione oggetto di gara, reinvestano i propri profitti in vista del conseguimento dell’obiettivo dell’organizzazione (o li distribuiscano sulla base di condizioni partecipative) e presentino una struttura di gestione (management) o di proprietà fondata sul

⁵La disciplina dell’Unione europea in materia di contratti pubblici riconosce un nuovo ruolo alle stazioni appaltanti: se in origine la disciplina sui contratti pubblici doveva garantire la libertà delle imprese di svolgere la propria attività secondo regole chiare, comuni e non discriminatorie, con il tempo i valori sottesi alle procedure di aggiudicazione dei contratti pubblici si sono ampliati per esempio sono intervenute valutazioni ulteriori dirette a garantire interessi di natura ambientale prima e sociale poi. Possiamo parlare di un uso strategico dei contratti pubblici. Nella disciplina europea più recente vediamo che si accentua il legame fra obiettivi sociali e istanze di innovazione, che intravediamo accentuarsi è da mettere in relazione con l’obiettivo di realizzazione un’economia sociale di mercato che deve mirare alla piena occupazione e al progresso sociale (come previsto dall’art. 3 paragrafo 2 del Trattato sull’Unione europea). Sul punto si veda PELLIZZARI, *Le forme di partenariato pubblico-privato come strumento di innovazione per lo sviluppo delle imprese e dei servizi sociali*, in *Riv. impr. sociale*, n. 3 2014, p 36 e ss.

principio di partecipazione dei dipendenti, degli utenti o dei soggetti interessati.

Solo un accenno infine alla riflessione da parte delle istituzioni europee sulla disponibilità di forme giuridiche che tengano conto delle esigenze specifiche delle imprese sociali (tema che il legislatore italiano farebbe bene a tenere presente, visto che si appresta a modificare il libro primo del codice civile).

Se si vuole che enti che sostengono cause di pubblica utilità, possano perseguire la loro missione anche in ambito transfrontaliero, occorre eliminare le disparità di disciplina e le pastoie burocratiche che ostacolano tale operatività. Un passo in tal senso è stato fatto per le fondazioni con l'approvazione dello Statuto Europeo delle Fondazioni⁶.

“L'obiettivo dello statuto è quello di garantire che ogni ente avente finalità di interesse generale possa assumere una forma giuridica, riconosciuta in tutti i 28 Stati Membri, che consenta all'ente di gestire i propri patrimoni anche all'estero, di coordinare lo sviluppo delle proprie attività oltreconfine, di dotarsi di una struttura di *governance* che possa operare in maniera efficace in tutto il territorio dell'Unione. Tale statuto si porrebbe come una nuova forma giuridica opzionale e complementare, che esisterebbe in parallelo alle fondazioni nazionali.” Il documento, nella formulazione finora proposta, è privo di previsioni di carattere fiscale, ma giuridicamente rappresenta il primo strumento per consentire alle fondazioni e agli enti di erogazione di svolgere la propria attività a parità di

⁶Una proposta per uno Statuto Europeo delle Fondazioni era stata avanzata già all'inizio del 2011 dalla Commissione e in quell'occasione Michel Barnier, il commissario responsabile del mercato interno, aveva dichiarato: “Dobbiamo sostenere e incoraggiare il mirabile lavoro delle fondazioni a favore dei cittadini europei. In particolare, occorre eliminare gli ostacoli che frenano le attività transfrontaliere in ambiti come la ricerca, la salute e la cultura. L'introduzione di uno statuto europeo ridurrà costi e incertezze, oltre a offrire alle fondazioni maggiore visibilità per promuovere le loro attività e per attirare più finanziamenti grazie a un marchio europeo.” L'approvazione della proposta da parte del Parlamento europeo è avvenuta nel Luglio 2013 dopodiché spetta ai 28 Stati membri dell'Unione adottare lo Statuto Europeo delle Fondazioni.

condizioni in tutti i Paesi dell'Unione, riducendo ritardi e oneri di carattere amministrativo e legale che attualmente ne limitano l'azione⁷.

Evidentemente il tema è troppo ampio per essere affrontato in questa sede, ma volendo fare una ricognizione di cosa l'Europa ha fatto e cosa può fare ancora per sostenere lo sviluppo dell'imprenditoria sociale, il tema dell'armonizzazione di alcune forme giuridiche è uno di quelli che meriterebbe attenta riflessione. Ricordiamo che già esiste la società cooperativa europea (in relazione alla quale è in corso una consultazione pubblica - svolta dalla Commissione- per semplificarne lo statuto attuale e per renderlo di più facile impiego) e che la Commissione sta valutando come migliorare la disciplina delle mutue (altra forma giuridica spesso utilizzata dalle imprese sociali).

3. In Italia sembrava quasi giunto alla conversione il disegno di legge delega al Governo per la riforma del Terzo settore, dell'impresa sociale e per la disciplina del Servizio civile universale, ma i lavori si sono "impantanati" in Commissione⁸. Il dibattito si è acceso in particolare sulla collocazione dell'impresa sociale tra gli enti non profit o meno e sulla esclusione o mera limitazione della possibilità di distribuzione di utile da parte dell'impresa sociale. Il disegno di legge riguarda (il terzo settore), ovvero tutte quelle organizzazioni tramite cui la nostra società si attiva per risolvere problemi di interesse pubblico senza dipendere necessariamente dallo Stato e senza mettere al primo posto una motivazione economica.

Non è un settore marginale e non si occupa solo di situazioni di marginalità⁹, ogni giorno in Italia c'è una parte consistente del Paese che si rivolge al terzo

⁷Si tenga presente che ad oggi le organizzazioni di utilità pubblica in Europa sono regolate da una congerie di leggi nazionali e regionali complesse e diversificate. Questo ostacola l'operatività transfrontaliera che incontra ostacoli amministrativi e giuridici.

⁸Disegno di legge delega presentato il 22 agosto 2014 alla Camera, approvato il 9 aprile 2015, trasmesso al Senato e assegnato alla Commissione affari costituzionali del Senato.

⁹A dispetto di ciò che si potrebbe pensare i numeri del cd terzo settore sono rilevanti: 301.191 organizzazioni e quasi un milione di addetti. Se consideriamo solo le organizzazioni del terzo settore in cui l'attività imprenditoriale è prevalente, gli occupati sono oltre 700.000 e gli utenti serviti circa 6 milioni.

settore per soddisfare un bisogno di salute, di assistenza, di cura dell'ambiente e del patrimonio culturale, oltre ad altri bisogni sociali in continua crescita. Domande alle quali il settore pubblico non riesce più a rispondere da solo, per le quali la logica del mercato (cioè del solo profitto) non funziona.

Ma nel c.d. terzo settore rientra l'impresa sociale? Quello che si chiama terzo settore rappresenta una realtà molto variegata, molto vitale, ma che un po' ovunque -ed in Italia in particolare- è stata disciplinata in modo disorganico.

Nel nostro ordinamento (sino ad oggi) "Terzo settore" è stata solo un'espressione sociologica, che gli studiosi (e in tempi recenti anche il legislatore) hanno utilizzato per racchiudere un insieme di soggetti eterogenei che si distanziano sia dal mercato che dallo Stato¹⁰. Non ha avuto una disciplina generale, ne sono stati disciplinati alcuni segmenti a partire dall'inizio degli anni Novanta (si vedano le leggi su organizzazioni non governative, organizzazioni di volontariato, cooperative sociali e più recentemente -nel 2006- sull'impresa sociale).

La definizione di terzo settore fa la sua comparsa nell'art. 1 del disegno di legge e poggia su "quattro pilastri": le finalità solidaristiche e civiche¹¹, l'assenza di scopo di lucro, il chiaro beneficio pubblico delle attività, l'utilità sociale indiscutibile dei settori in cui operare.

Possiamo dire che il Terzo settore diventa un'espressione giuridicamente fondata, un soggetto cui l'ordinamento riconosce un ruolo centrale in aspetti strategici per lo sviluppo del Paese¹² solo nel testo in itinere di ddl delega al Governo.

Uno degli obiettivi della nuova disciplina è quello di semplificare

¹⁰Per una ricostruzione storica si veda: ROSSI - ZAMAGNI (a cura di), *Il Terzo settore nell'Italia unita*, Il Mulino, 2012.

¹¹Per non limitare l'ambito dei settori di attività di utilità sociale, le "finalità solidaristiche e civiche" devono essere intese in senso ampio e quindi anche comparti quali ad esempio le attività sportive, culturali, di protezione civile, di recupero ambientale devono essere ritenute pienamente compatibili con l'inclusione nel terzo settore

¹²Cfr. FICI, *L'impresa sociale nel progetto di riforma del terzo settore italiano: appunti e spunti*, in *Rivista impresa sociale* n. 5, 2015. In particolare nota 5 nella quale si ricostruiscono i riferimenti legislativi espliciti al "terzo settore" del quale peraltro il legislatore non aveva mai dato una precisa definizione prima del ddl delega.

l'operatività di chi è impegnato in attività meritorie e al contempo di rendere maggiormente identificabili le attività di terzo settore alle istituzioni e ai cittadini.

Una preoccupazione di fondo è quella di poter garantire un'attività di verifica, monitoraggio e controllo delle organizzazioni di terzo settore, utile ad evitare abusi (che hanno esiti mortificanti per le tantissime persone che nel terzo settore operano mosse da autentico spirito di solidarietà e per i cittadini che in tali organizzazioni confidano) quindi fanno male alle casse dello Stato e al terzo settore che viene screditato.

Come accennato uno dei punti critici della proposta di riforma riguarda proprio la collocazione e la disciplina dell'impresa sociale. Attualmente l'impresa sociale è disciplinata dal decreto legislativo n. 155 del 2006, ai sensi del quale l'impresa sociale è un'organizzazione imprenditoriale di qualsiasi forma e natura giuridica, che ha per statuto una missione di miglioramento sociale e/o ambientale e che per raggiungere questa missione non si basa (principalmente) su sovvenzioni pubbliche e beneficenza, bensì svolge un'attività commerciale sul mercato come una qualsiasi impresa for profit. A differenza di un'impresa tradizionale, però, il profitto generato dall'attività commerciale non rappresenta il fine ultimo, ma viene gestito ed utilizzato come mezzo per rendere autosufficiente l'impresa stessa.

Questa disciplina, che ha avuto poca applicazione pratica, ha in sé una innovazione rilevante: per la prima volta un testo normativo contiene l'affermazione di un principio che è difficile da far "digerire" all'ordinamento e alla *communis opinio* e cioè che anche un'impresa (e non solo una onlus) può operare nell'interesse generale (quindi dei molti) e non a vantaggio dei soli soci che hanno investito capitale (i pochi). L'affermazione di principio contenuta nel d.lgs. 155/2006 che anche un'impresa privata (quando si struttura intorno ad uno specifico modello valoriale e giuridico) può essere strumento di miglioramento sociale e di distribuzione equa della ricchezza, non è stata ad oggi compiutamente sviluppata.

Nel testo del ddl delega si potrebbe prendere posizione su un ulteriore aspetto e cioè se tale impresa si collochi nel terzo settore o no. Sul punto si registrano posizioni molto discordanti e tra gli ostacoli da superare ce ne sono alcuni di sistematica giuridica. Infatti nel codice civile e nell'ordinamento italiano c'è una netta distinzione tra "mondo dell'impresa" (libro V del codice civile, con al suo interno determinati vincoli anche di forma) e galassia delle associazioni, fondazioni e altri enti che costituiscono le organizzazioni della società civile, che sono riconducibile al libro primo del codice civile e alle leggi speciali degli anni '90.

Ci sono evidentemente ostacoli anche "culturali" oltre che giuridici da superare. L'impresa ha storicamente avuto per presupposto, a partire dalle compagnie mercantili senesi e fiorentine del tardo medioevo e del Rinascimento, lo scopo di conseguire un profitto.

Una notevole eccezione è stato il settore delle industrie di Stato, in larga misura nazionalizzate durante la crisi degli anni Trenta. Poiché non erano profittevoli, si inventò dopo la Seconda Guerra mondiale, il concetto di "gestione secondo economicità", una aberrazione sul piano economico, un compromesso politico che pareva inevitabile. Dopo le privatizzazioni degli anni Novanta il concetto ora riposa in pace e nessuno ne parla più da decenni. Non bisogna d'altro canto dimenticare il movimento cooperativo, che nell'ultimo ventennio dell'Ottocento si sviluppò in Italia sia in ambiente cattolico che in ambiente socialista. Le cooperative nascevano per fornire opportunità alla classi meno agiate nel duro momento della accumulazione originaria del capitale, per dirla in termini marxiani, e servivano a tre cose.

La prima era la cooperativa di lavoro, che consentiva di migliorare le condizioni economiche dei salariati. La seconda era la cooperativa di consumo, tipicamente per l'acquisto di beni a prezzi più convenienti degli acquisti possibili per i singoli, fenomeno a tutt'oggi enorme in Europa, dove le cooperative controllano una quota importante della grande distribuzione. Il terzo ramo era il credito: le cooperative rendevano possibile l'accesso delle classi meno agiate ai

servizi bancari, inaccessibili quando le banche chiedevano dimensioni inarrivabili ai rapporti, erano troppo costose e non accettavano operai e braccianti, perché non avevano merito di credito¹³.

Ebbene le cooperative sono un esempio di come un'impresa non persegua necessariamente uno scopo lucrativo e possiamo dire che le cooperative (specie le cooperative sociali) sono le antesignane e in un certo senso le "concorrenti" dell'impresa sociale.

Difficile prevedere gli sviluppi, ma ragionando sulla base del testo di ddl al momento disponibile, si notano alcune ambiguità che sarebbe opportuno risolvere, *in primis* la collocazione o meno dell'impresa sociale nel terzo settore. In alcuni passaggi, infatti, sembra che si vogliano disciplinare due tipi di soggetti distinti, per quanto contigui (ad es. l'articolo 9, comma 1, lettera g che si riferisce agli investimenti "degli enti di terzo settore e delle imprese sociali" quasi che si tratti di due diverse entità). Il relatore del disegno di legge delega nella sua presentazione al Senato ha precisato che deve essere chiarito, sia nell'articolo 1 che nel testo complessivo, che le imprese sociali sono ricomprese entro la dizione "enti privati" e che esse fanno indiscutibilmente parte a pieno titolo del Terzo settore. Sembrerebbe quindi intenzionato ad eliminare ogni dubbio sul fatto che le diverse previsioni che nel testo ricorrono e che sono indirizzate "agli enti di cui all'articolo 1", siano riferite anche alle imprese sociali¹⁴.

Molti invece vedono un inquinamento dei valori del terzo settore se si permette di far confluire in questo l'impresa, cioè l'istituto che "per definizione" segue la logica del profitto.

¹³Ricordiamo che nel dopoguerra la banca cooperativa si è divisa in modo evidente in due modelli, uno solo dei quali veramente cooperativo, mentre l'altro ne ha mantenuto solo la veste formale. Le "vere" cooperative sono le banche di credito cooperativo, mentre le banche popolari, hanno preso un'altra strada, hanno incominciato a fondersi e due dei primi 5 gruppi bancari in Italia sono banche popolari. Dopo anni di tentativi di ricondurre il modello a razionalità nel 2015 si è stabilito un tetto oltre il quale le banche popolari hanno l'obbligo di trasformarsi in società per azioni, adeguando la forma societaria alla sostanza della attività imprenditoriale svolta

¹⁴Cosa peraltro che sembra evincersi nel testo del ddl nella parte in cui si afferma che le organizzazioni di terzo settore operano anche attraverso la produzione e lo scambio di beni e servizi.

Qui forse entra in gioco una certa confusione, che ancora esiste tra le nozioni di “no profit” e “non profit”: spesso infatti si utilizzano i termini in maniera intercambiabile, quando invece si tratta di fattispecie distinte confuse forse a causa di un’inappropriata traduzione dall’inglese. “No profit”, ovvero “nessun profitto”, tende a rappresentare quelle organizzazioni del terzo settore che non svolgono alcuna attività di mercato, quelle organizzazioni che, per essere efficaci nelle soluzioni che propongono, necessitano del dono e del tempo altrui in forma gratuita, e che oggi soffrono di più per la mancanza di risorse. A questa categoria appartengono gran parte delle onlus e delle organizzazioni di volontariato, che rappresentano un patrimonio di valore sociale inestimabile per il nostro Paese. Il “non profit”, invece deriva da “not for profit” (traducibile più correttamente con “non a fini di lucro”) e rappresenta invece quelle organizzazioni che possono anche svolgere un’attività sul mercato per fini sociali, grazie alla quale producono un profitto indirizzato principalmente, se non esclusivamente, a sostenere la missione non lucrativa. Queste ultime rappresentano circa la metà dei soggetti operanti nel terzo settore italiano e sono le uniche a crescere ed a creare occupazione in modo sostenibile.

Le imprese sociali sono evidentemente soggetti non profit, detto questo non è il caso di metterle in contrapposizione con i soggetti no profit, ma valorizzare l’aspetto che le due tipologie hanno in comune (il fine perseguito) e trovare gli strumenti legislativi più idonei a consentire e favorire lo sviluppo dell’impresa sociale ¹⁵.

Il momento è propizio: il modello cooperativo sembra in crisi (e l’indebolimento dell’operare delle cooperative potrebbe “aiutare” lo sviluppo dell’impresa sociale¹⁶), il *welfare state* è in crisi.... È sempre più impellente la

¹⁵Cfr. BONFANTE, *L’impresa sociale e la realizzazione di finalità di interesse generale*, in *Impresa sociale*, n.2, 2005, p. 99 e ss.

¹⁶Il riferimento alla crisi delle cooperative non è agli scandali italiani, quanto alla crisi del modello: penso al fatto che sebbene la tipologia società cooperativa sia ancora una delle forme utilizzabili per le start up innovative, dovrà comunque fare i conti con la Srl semplificata dai costi certamente minori; e dovrà prima o poi tener presente anche gli ammonimenti della Corte di Giustizia

necessità di trovare una risposta alla (cronica) scarsità di risorse economiche dello Stato per far fronte alle future necessità delle economie occidentali.

Pensiamo alla gestione dei servizi pubblici locali, all'istruzione, alla valorizzazione del patrimonio culturale, alla *green economy* sono tutte grandi aree di bisogno sociale

Attenzione: con la crisi del *welfare state* il rischio non è solo quello che i bisogni rimangano senza soddisfazione, il rischio è anche che queste aree di bisogno sociale vengano "colonizzate" dal mercato (secondo logiche puramente di mercato). E il rischio è alto e concreto: con debiti pubblici in crescita nonostante i tentativi di contenimento, i beni culturali, il patrimonio ambientale e tutti quei beni comuni che hanno a che fare con i diritti fondamentali dell'uomo rischiano di appartenere ad un soggetto (indebitato) che non è più in grado di gestirli, né di sostenerne i costi. La riforma del terzo settore potrebbe consentire di sviluppare soluzioni organizzative in grado di riconsegnare i beni pubblici ai cittadini e scongiurare il pericolo di speculazione. L'impresa sociale permetterebbe di gestire questo patrimonio attraverso un modello economico in cui il profitto generato dall'attività commerciale non rappresenta il fine ultimo, ma viene gestito ed utilizzato come mezzo per rendere autosufficiente l'impresa stessa.

Allora meglio aprire all'impresa sì, ma senza lasciare queste attività in balia della privatizzazione selvaggia e della speculazione e questo può avvenire se si incoraggia la gestione di queste attività secondo un modello alternativo.

Quello che sto cercando di dire è che dietro la disciplina del terzo settore e dell'impresa sociale non c'è solo il tema di disciplinare questa o quella fondazione

Europea, che ha individuato nella gestione di servizi al socio - e non nella mutualità esterna - il vero DNA della cooperativa, soprattutto in funzione della percezione delle agevolazioni fiscali. In ambito nazionale abbiamo da ultimo assistito allo smantellamento delle resistenze lobbistiche delle banche popolari che a seguito del dl 35/2015 sono state costrette (superate certe soglie di attivo) a fare i conti con l'eccessivo scostamento della loro operatività concreta rispetto alla forma cooperativa e obbligate alla trasformazione in spa, mentre le banche di credito cooperativo stanno pensando ad una sorta di "autoriforma". Sulla riforma imposta attraverso il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 si vedano gli scritti in CAPRIGLIONE (a cura di), *La riforma delle banche popolari*, Cedam, 2015.

o associazione o cooperativa sociale ... dietro c'è un'apertura ad una nuova forma di economia, alternativa al capitalismo neo-liberista, (l'unico modello economico proposto negli ultimi anni ed i cui eccessi hanno portato a storture sotto gli occhi di tutti). Qualcuno la chiama l'economia civile, l'economia nell'interesse delle persone.

La Francia ha approvato una legge sull'economia sociale e solidale (loi n. 2014-856 del 31 luglio 2014: si tratta di una legge molto articolata che prevede tra l'altro uno specifico ministero per l'economia sociale e solidale), nel Regno Unito sono attive oltre 10.000 CIC company (Imprese di interesse comune)¹⁷ e ovunque (anche in Italia) si stanno diffondendo le c.d. B-company¹⁸.

Evidentemente l'impresa tende ad allontanarsi in vari modi dalla logica meramente "lucrativa". Aiutata in questo dalle difficoltà occupazionali registrate ovunque, che hanno indotto a valorizzare l'impresa come fattore di introduzione dei giovani nel mondo del lavoro.¹⁹

L'impresa viene accreditata come strumento occupazionale. È "lavoro" non solo quello del dipendente ma anche quello dell'imprenditore, in un contesto in cui il capitale (*rectius*, il capitalista) ha un rilievo meno centrale di un tempo: anche perché di capitale ce n'è poco e invece di disoccupati ce ne sono tanti.

Ho detto che il momento sembra propizio ad un ripensamento delle logiche proprie del mercato e dei rapporti tra questo e il c.d. Terzo settore

¹⁷La stessa cooperazione internazionale sta modificando il proprio approccio, spostando il focus dei propri interventi da quegli aiuti e donazioni umanitarie di tipo caritatevole che vanno assottigliandosi sempre di più e che producono risultati di breve periodo, alla costituzione di vere imprese sociali, che producono occupazione, autosufficienza e sviluppo di lungo periodo nei paesi dall'economia più arretrata.

¹⁸Cfr. RANDAZO - TAFFARI, *Riforma del Terzo Settore e Impact investing. Adesso si cambia*, IPSOA, 2015, p. 53-54

Nel periodo intercorrente tra il Convegno ADDE e la pubblicazione di questo saggio il legislatore ha approvato la legge di stabilità nella quale è stata inserita una disciplina ad hoc per le Benefit corporation senza alcun coordinamento con il ddl delega pendente in materia di riordino dell'impresa sociale.

¹⁹Ecco che si sono avute delle leggi che hanno introdotto la Srl semplificata in Europa a costo zero o quasi, la logica sottesa è quella di superare il modello occupazionale basato sul lavoro dipendente spostandolo verso quello dell'imprenditore. L'impresa viene vista come mezzo di innovazione e l'innovazione si va declinando sempre più non solo sul terreno tecnologico, ma anche su quello sociale.

Prendere atto che l'impresa può svolgere un ruolo nuovo, senza negare né rinnegare alcuna forma tradizionale di attività no profit, che valorizza il volontariato ed il profilo del dono, l'impresa può operare anche senza seguire necessariamente la logica del solo profitto. E il profitto non è un male in sé: anzi può essere uno strumento per il raggiungimento di un fine ulteriore che va a beneficio non del solo imprenditore, ma del bene comune.

Se l'esperienza italiana può insegnare qualcosa è che il terzo settore deve essere preservato da ogni logica speculativa, ma al tempo stesso che ci deve essere apertura al contributo che la cultura dell'impresa for profit può portare in termini di managerialità e attenzione per la sostenibilità economica. Sono comprensibili i timori di coloro che vogliono preservare il terzo settore dal rischio di diventare una nuova area alla quale estendere le aspettative di rendimento di un'economia finanziarizzata. Ma il timore deve indurre non a bloccare i processi di riforma in atto bensì ad indirizzarli per consentire semmai il processo inverso e cioè portare le risorse finanziarie dentro il terzo settore per incrementare l'impatto delle sue organizzazioni, per mettere queste in condizione di essere più incisive rispetto alle grandi questioni sociali. Le risorse finanziarie vanno messe a disposizione dell'economia sociale, dell'economia reale, dei progetti di ampio respiro che produrranno benefici di lungo termine, anche alle generazioni future e non solo agli investitori a scapito di altri, ma non per questo non è detto che non abbiano un rendimento anche economico, solo non di breve periodo, non speculativo.

In Europa si sta pensando come incentivare, indirizzare verso queste attività dei capitali di investitori pazienti come ad esempio fondi pensione, fondi infrastrutturali, assicurazioni, imprenditori responsabili del territorio e gli stessi cittadini²⁰.

4. Se il mercato cambia, se nel mercato si affermano nuove formule organizzative più attente allo sviluppo del bene comune, dell'economia reale, dei

²⁰Ad esempio disciplinando ed incentivando nuove forme di partecipazione come i social bond.

bisogni dell'ambiente e delle persone, non è detto che il mercato finanziario sia pronto a finanziarle. L'Europa ha cominciato ad esempio ad interrogarsi (come abbiamo visto) su come far incontrare imprenditoria sociale e finanziatori privati (non solo erogando fondi pubblici), ma non solo: si è interrogata su come riequilibrare una distribuzione di risorse ancora troppo sbilanciata a favore di una finanza di breve e speculativa²¹ e indirizzare le risorse dei mercati finanziari (o almeno una parte qualificata di queste) verso investimenti di lungo periodo, che abbiano un ritorno favorevole anche per le generazioni future. Per far ciò il regolatore ha un potere più ampio di quanto si creda.

Anni di regolazione prudenziale hanno fatto tutti persuasi che questa non crei "distorsioni" nelle logiche di mercato.

La crisi - mettendo tutto in discussione - ha anche fatto riflettere sulle distorsioni della regolazione prudenziale. Se quest'ultima può avere effetti non voluti sull'economia reale (quali ad esempio gli effetti prociclici degli accordi di Basilea), la stessa può essere utilizzata per raggiungere obiettivi ulteriori rispetto a quelli di mera stabilità²². Può essere un punto di partenza per introdurre regolazioni che siano (anche) incentivanti per certe tipologie di investimenti.

Il tema si interseca con quello del finanziamento di lungo periodo dell'economia, tema affrontato inizialmente in Europa nel 2008 e poi divenuto un

²¹Per alcuni il riconoscimento ed i risultati si riscontrano "più a livello culturale, o politico-culturale, che sul terreno della finanza e dell'economia e delle regole che le governano." In tal senso ad esempio BASSANINI - REVIGLIO, *Gli investimenti di lungo periodo in Europa dalla crisi finanziaria al Piano Juncker*, in *Astrid rassegna* n. 11, 2015. Saggio a cui si rinvia per la ricostruzione del concetto di investimenti di lungo periodo dal 2008 ad oggi.

Non affrontiamo invece il tema delle iniziative a favore degli investimenti pubblici che rientrano in altro capitolo secondo noi, seppur affrontati dal legislatore in contesti anche identici come ad esempio nel c.d. Piano Juncker. Altro tema è ad esempio quello sulla flessibilità di bilancio – *Golden Rule* – nel finanziamento delle infrastrutture e delle PMI. Ma lo teniamo distinto perché è sempre connesso al "ruolo" degli investimenti pubblici, del finanziamento da parte dello Stato.

²²Il Rapporto de Larosière sulla supervisione finanziaria del febbraio del 2009 affronta il tema degli standard contabili sostenendo che il modello di business degli intermediari deve essere tenuto in debita considerazione, soprattutto se costituito da attività e passività di lungo termine, che gli standard devono promuovere i comportamenti anti-ciclici e che gli investimenti di lungo periodo devono essere incoraggiati o almeno non penalizzati rispetto agli impieghi finanziari a breve. Inoltre, sul fronte della *corporate governance*, suggerisce di rivedere i sistemi di remunerazione, affinché favoriscano l'interesse (non di breve ma) di lungo periodo degli azionisti e della società.

tema di ricerca anche in altri Paesi²³. Il punto di approdo di questa riflessione in ambito europeo è l'adozione del Piano d'azione sulla *Capital Market Union*²⁴, pubblicato dalla Commissione europea il 30 settembre 2015. Un progetto a lungo termine che ricomprende sia provvedimenti già adottati, sia prevede interventi attuabili a breve sia altri oggetto di una calendarizzazione di massima. Un progetto dicevamo di ampio respiro che punta a conseguire la realizzazione di un'Unione dei mercati dei capitali entro il 2019.

La Capital Market Union sarà la cornice nella quale opereranno gli operatori finanziari ed economici dei prossimi anni, la cornice che dovrebbe garantire l'aumento e la diversificazione delle fonti di finanziamento per le imprese europee e per i progetti infrastrutturali a lungo termine, per dare una risposta ai problemi di carenza di investimenti nell'Unione Europea e per rendere il sistema finanziario più stabile.

Un mercato unico per i capitali potrebbe effettivamente contribuire a sostenere una condivisione transfrontaliera del rischio, creare mercati più liquidi e diversificare le fonti di finanziamento per l'economia.

Il nuovo contesto che emergerà dalla realizzazione dell'Action plan sarà il mercato in cui vedremo alla prova nuovi strumenti già disciplinati ma ancora all'esordio come i fondi europei a lungo termine (ELTIF), i fondi europei per le venture capital (EuVECA) o fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF). Gli EuVECA sono disciplinati, dal regolamento UE n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 e gli EuSEF dal regolamento UE n. 346/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013. Gli ELTIF sono un nuovo

²³Cfr. BASSANINI - REVIGLIO cit. nel paragrafo dedicato alla “cronistoria del concetto di investimenti di lungo periodo dal 2008 ad oggi”, si possono trovare sintetizzate le principali proposte e iniziative che (dalla prima iniziativa di studio italo-francese dell'autunno del 2008 sulla fattibilità di un grande fondo europeo per le infrastrutture e l'energia) si sono succedute, a livello europeo e globale, sul fronte degli investimenti di lungo periodo.

²⁴Anche se il percorso non è stato facile, come testimonia il fatto che mentre la riflessione giuridica procedeva indagando le regolazioni e le politiche pubbliche più adatte a promuovere gli investimenti di lungo termine (si veda ad esempio il rapporto Monti), il recepimento delle regole di Basilea IV, con la direttiva CRD IV, e la regolazione del settore assicurativo assicurata da Solvency II continuano a penalizzare gli investimenti a medio-lungo termine nell'economia reale.

tipo di organismo di investimento collettivo del risparmio, disciplinati dal Regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio del 29 aprile 2015²⁵ (pubblicato in data 19 maggio 2015 sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea e si applica a partire dal 9 dicembre 2015), per facilitare gli investimenti da parte di investitori istituzionali e *retail* in progetti che richiedono l'impiego a lungo termine di capitale.

Il capitale di un ELTIF può essere investito esclusivamente in due categorie di attività: (a) investimenti ammissibili, e (b) le *asset class* rientranti tra gli *eligible investment* ai sensi della direttiva UCITS.

Senza entrare nel dettaglio segnalo che la disciplina europea, limitando l'operatività di questi fondi verso determinati investimenti, effettua una scelta precisa (e non per la stabilità del sistema finanziario, ma per il rilancio dell'economia reale) e ricordo che tra le iniziative finanziabili (investimenti ammissibili), in cui deve essere investito almeno il 70% del patrimonio dell'ELTIF rientrano anche le partecipazioni dirette o indirette in singole attività reali per un valore di almeno 10 milioni di euro.

La definizione di attività reali include le attività che hanno un valore, data la loro natura e caratteristiche, e sono suscettibili di generare flussi di cassa nonché altre attività che danno luogo ad un beneficio economico e sociale. In particolare, ai sensi dell'articolo 2, numero 6) del Regolamento, sono attività reali le "attività che hanno un valore, data la loro natura e le loro caratteristiche, e che possono offrire rendimenti, comprese le infrastrutture e altre attività che danno luogo a un beneficio economico o sociale, come l'istruzione, la consulenza, la ricerca e lo sviluppo, e compresi gli immobili commerciali o residenziali, solo se sono elementi integranti o accessori di un progetto d'investimento a lungo termine che contribuisce al raggiungimento dell'obiettivo perseguito dall'Unione di una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva".

²⁵L'obiettivo di un profilo di prodotto coerente, stabile ed uniforme è stato perseguito optando per una disciplina dettata mediante regolamento, strumento adottato per finalità anti-*gold-plating*.

Si ribadisce poi l'orientamento di questi fondi all'investimento in attività "reali" nella parte in cui, individuando la nozione di impresa di portafoglio ammissibile, il Regolamento specifica che l'impresa deve avere determinate caratteristiche tra le quali (lettera *a*) non essere un'impresa finanziaria²⁶, categoria nella quale rientrano – sempre secondo il Regolamento - gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione mista, le società di gestione di OICVM e i gestori di fondi di investimento alternativi. Una deroga espressa è prevista per le imprese finanziarie che finanziano unicamente imprese di portafoglio ammissibili oppure attività reali.

5. Alcune osservazioni di sintesi al termine della ricognizione effettuata: la crisi non ha determinato la nascita di un nuovo modello economico, ma ha costretto il legislatore a dare maggiore attenzione ad alcuni fenomeni che già si erano sviluppati all'interno del mercato seguendo logiche non di mero profitto e lo ha indotto a sostenere ed incentivare questi modelli "imprenditoriali" non come esperienze – seppur meritevoli – di nicchia, ma come modelli imprenditoriale "virtuosi" (vincenti anche sul piano della sostenibilità economica).

La crisi ha fatto cambiare il modo in cui porsi nei confronti della regolazione dei mercati finanziari:

con lo sviluppo dell'investimento sociale, anche gli strumenti di regolazione devono adeguarsi e porsi ad esempio il problema della misurazione dell'impatto sociale (nelle fasi di pianificazione, investimento, monitoraggio provvisorio, rendicontazione e apprendimento).

Con la constatazione che certe regolazioni basate su coefficienti

²⁶Inoltre non deve essere ammessa alla negoziazione su un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione ovvero, ove ammessa, deve avere una capitalizzazione di mercato inferiore a 500 milioni di euro e deve essere stabilita in un paese membro dell'Unione Europea ovvero in un paese terzo non classificato come paese ad alto rischio e non collaborativo e che abbia firmato accordi di cooperazione a fini fiscali con lo stato di origine del gestore e tutti gli altri stati in cui si intende commercializzare l'ELTIF.

patrimoniali si sono innescati effetti non voluti pro-ciclici e incoraggianti nei confronti della speculazione, occorre correggere il tiro e riportare dentro la regolazione dei mercati finanziari anche altri parametri, volti a garantire non solo stabilità e concorrenzialità, ma anche la sostenibilità²⁷.

Addirittura forse si potrebbe ripensare la nozione di aiuto di Stato, laddove si facciano scendere in campo le istituzioni nazionali di finanziamento per sostenere gli investimenti di lungo periodo e la crescita economica.

Di fatto l'Europa ha già preso posizione: come si legge nel libro verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea (Green paper del 25 marzo 2013) solo gli investimenti a lungo termine possono sostenere le riforme economiche strutturali e consentire di tornare a una duratura tendenza alla crescita economica. Il nuovo costituendo mercato unico dei capitali dovrà andare incontro non solo da un lato all'esigenza di finanziamento delle grandi opere infrastrutturali, ma anche dall'altro a quelle delle imprese di minori dimensioni: a queste occorre consentire di ottenere finanziamenti con la stessa facilità delle grandi imprese, far convergere i costi di investimento e di accesso ai prodotti di investimento in tutta l'UE, rendere più facile ottenere finanziamenti attraverso i mercati dei capitali e chiedere finanziamenti in un altro Stato membro.

Negli interventi di regolazione illustrati si scorge lo sforzo del legislatore di assecondare un'esigenza che emerge anche dal mercato, ma che si scontra con le logiche tradizionali del profitto (di breve termine) nei mercati finanziari. Il legislatore offre dunque strumenti al mercato per poter affermare nuove logiche - sempre di mercato -, ma non più di profitto immediato e non solo nell'interesse di chi investe, ma anche del mercato in generale (di crescita) e delle generazioni

²⁷ È veramente finito il ruolo di indirizzo dello Stato (dell'ordinamento dei pubblici poteri, sempre più sovranazionali, ma comunque distinti dal mercato) nei confronti degli operatori economici una volta che si è affermata la regolazione economica come modello di intervento possibile dello Stato in economia? Domanda che si può leggere in filigrana anche nel dibattito in corso sulla incompatibilità o meno tra regolazione economica e politica industriale sul punto si veda TORCHIA, *Politica industriale e regolazione*, in *Astrid Rassegna*, n. 15/2015.

future.

Il proliferare della regolazione richiederà interventi di “manutenzione” per esaminare la coerenza della legislazione UE degli ultimi anni. Non a caso la Commissione ha lanciato, in parallelo al Piano d’Azione, una consultazione pubblica per valutare la coerenza complessiva del quadro della legislazione finanziaria. Con la *call for evidence “EU Regulatory Framework for Financial Services”* è una consultazione pubblica la Commissione ha invitato tutte le parti interessate, entro il 6 gennaio 2016, a fornire un *feedback* e l’evidenza empirica sui benefici, gli effetti indesiderati, la consistenza e la coerenza della normativa finanziaria adottata negli ultimi anni, caratterizzati da legiferazione intensa, adottata spesso in circostanze difficili e in un breve periodo di tempo, sull’urgenza del provvedere. Perciò occorre verificare che le numerose interazioni e sovrapposizioni tra le normative adottate non inneschino conseguenze indesiderate.

Elisabetta Bani

*Professore associato di diritto dell'economia
nell'Università di Bergamo*