



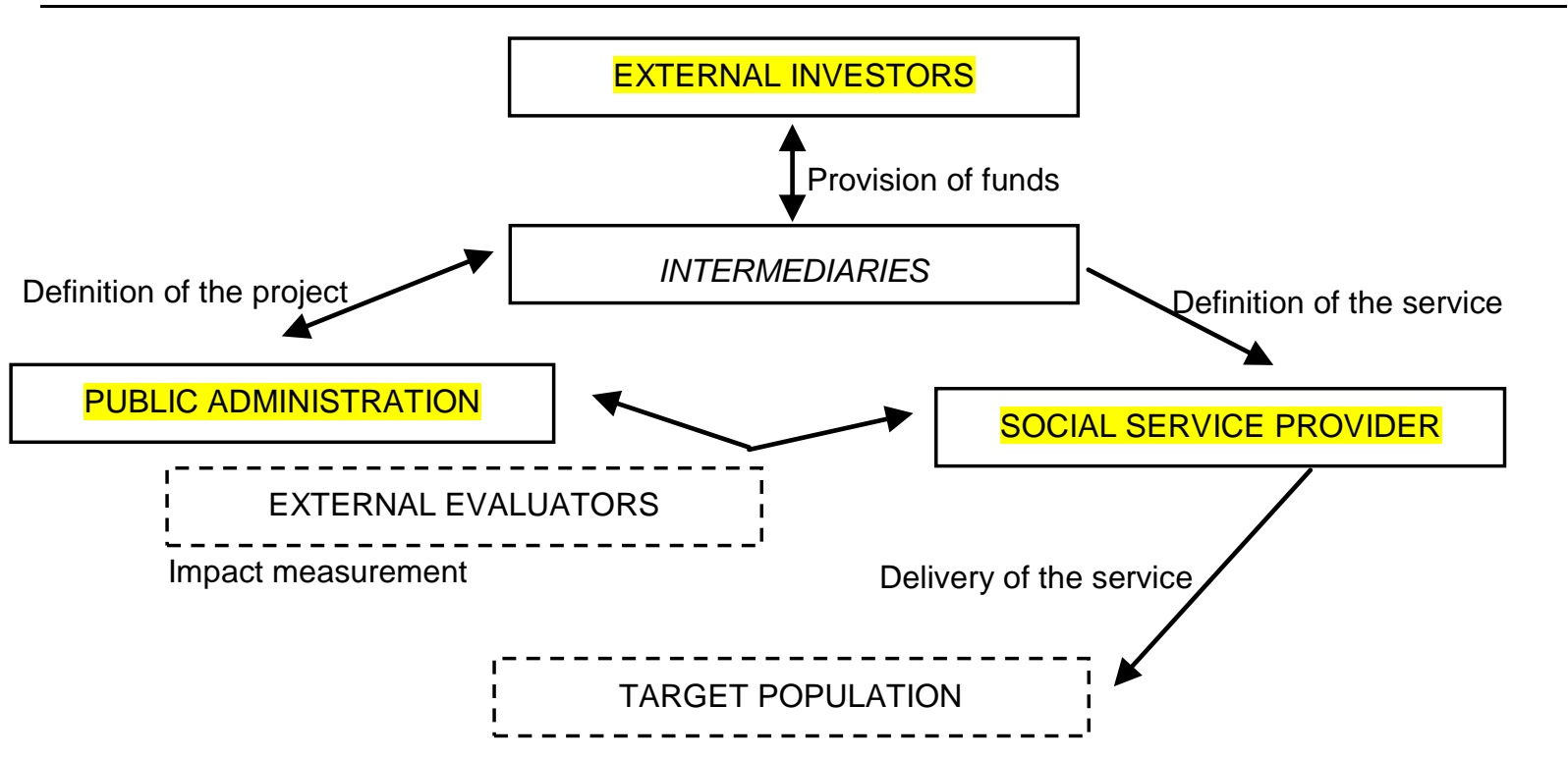
UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Accademia Finanza Sostenibile

Social Impact Bond (SIB) e Investitori Istituzionali

Prof. Alfonso Del Giudice*
Dott.ssa Milena Migliavacca

* Via Necchi 7 – 20123 Milan (Italy), office nr. 104
alfonso.delgiudice@unicatt.it





Definizioni

A SIB could be defined as an innovative way to finance social programs, introducing a new form of public-private partnership to provide social services (Nicholls and Thomkinson, 2013).

SIB represents a solution to public sector increasing needs, helping NPOs and social enterprise to develop projects thanks to private capital investments (Mulgan et al., 2011).

The term 'Social Impact Bond' is misleading. SIBs do not follow the financial logic of a 'bond', as the return is contingent, rather like equity, on the outturn of the projects being financed (Fraser et al., 2016).



Possiamo distinguere tre diverse “narrative” sui SIBs:

- **Public sector reform narrative** → positive view (Liebman 2011; Mulgan et al. 2011; Lagarde et al. 2013)
- **Private financial sector reform narrative** → positive view (Bugg-Levine & Emerson 2011; Lehner&Brandstetter 2014)
- **Cautionary narrative** → negative view (McHugh et al. 2013; Lake 2015; Sinclair et al. 2014)



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

SIBs: diffusione nel mondo

Dal lancio del primo SIB (UK, Peterborough, HMP Social Impact Bond) nel 2010, sono stati implementati 50 SIBs e 20 sono in design stage.

Questa constatazione numerica lascia il dubbio che i SIB siano un fenomeno marginale, piuttosto che un prodotto scalabile all'interno dell'*impact investing* (Fraser et al., 2016; Arena et al., 2016).



Molti autori evidenziano che tale problema riguarda la difficoltà di attrarre investitori istituzionali, che sono il principale riferimento di questo prodotto (Bafford 2012; Haffar 2014).

Perchè questi investitori non sono attratti dai SIB?

- 1) Misure d'impatto non standardizzate** (Antadze and Westley 2012; Nicholls 2013);
- 2) Eccessivo trasferimento di rischio** (Bafford 2012; Cox 2011; Burand 2012; Leventhal 2012; Dagher 2013; Shiller 2013);
- 3) Agency problems** (Van Slyke, 2006): il ruolo della pubblica amministrazione; l'assenza di strumenti di monitoring per chi investe.



Sviluppo delle ipotesi

*Hypothesis 1 (H1, **Financials**): SIBs che offrono condizioni finanziarie migliori (elevato IRR, scadenze più lunghe e strumenti finanziari meno rischiosi) hanno maggiore probabilità di attirare investitori istituzionali. (risk concerns)*

*Hypothesis 2 (H2, **Contracts**): I SIB con strutture contrattuali che garantiscono un monitoring più efficace (un numero di players contenuto e la presenza di una PA locale) hanno maggiore probabilità di attirare investitori istituzionali. (agency)*

*Hypothesis 3 (H3, **Social Issue**): I progetti che ricadono in ambiti sociali dove le misure di impatto sono più sviluppate (recidivismo dei detenuti e social housing) hanno maggiore probabilità di attirare investitori istituzionali. (standardization)*



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Il campione

Data Source: *Social Finance e Instiglio; website degli emittenti.*

Abbiamo classificato i SIB e le caratteristiche finanziarie e contrattuali relative a ciascuna emissione.

Molti SIB sono finanziati con emissione di più strumenti finanziari, per cui abbiamo considerato separatamente le condizioni contrattuali di ciascuna emissione.

In particolare, il debito è emesso in *tranche* con diverse *seniority* e garanzie. (garantito, senior o junior).

Il campione finale consiste di **50 SIBs** emessi globalmente (23 in UK).



Statistiche Descrittive

TOTAL	Amount	IRR	Secured	Providers	Fee
<i>Mean</i>	3.6	13.31%	5.23%	3	6.63%
<i>Min</i>	0.30	1.00%	0.00%	1	0.00%
<i>Max</i>	30.0	60.00%	100.00%	13	18.00%
<i>St. dev.</i>	4.9	15.58%	17.37%	2.55	4.47%
<i>Num</i>	65	65	66	66	65

DEBT	Amount	IRR	Secured	Providers	Fee
<i>Mean</i>	4.35	11.20%	8.33%	4	6.00%
<i>Min</i>	0.30	1.00%	0.00%	1	0.00%
<i>Max</i>	30.0	60.00%	100.00%	13	14.00%
<i>St. dev.</i>	5.77	13.89%	22.07%	2.83	3.63%
<i>Num</i>	39	39	39	39	39

EQUITY	Amount	IRR	Secured	Providers	Fee
<i>Mean</i>	2.77	19.71%	0.00%	3	6.75%
<i>Min</i>	0.12	2.50%	0.00%	1	0.00%
<i>Max</i>	9.40	60.00%	10.00%	10	16.00%
<i>St. dev.</i>	3.18	18.86%	3.01%	2.07	5.25%
<i>Num</i>	20	21	21	21	21

6 SIBs are entirely financed through grants/donation: Asthma MDP, Fokus Bern, Junior Code Academy, Nottingham Futures, Sweet Dreams Supported Living Project, Ways to wellness.



Financing	Inst. Investors	Foundations	NPOs	Charities	Other
Total	56.84%	27.97%	2.85%	2.32%	8.56%
<i>N</i>	66	66	66	66	66
Debt	60.77%	31.49%	2.26%	0.85%	4.69%
<i>N</i>	39	39	39	39	39
Equity	61.00%	19.90%	4.76%	3.34%	11.05%
<i>N</i>	21	21	21	21	21



Il modello

Per l'analisi multivariata, si è usato un modello OLS in cui la variabile dipendente è la % di investimento detenuta dall'Investitore istituzionale:

$$Inst_{share} = \alpha + \beta_1 Financials + \beta_2 Contractual + \beta_3 Social Issue + \varepsilon$$

Siccome la variabile dipendente è una *censored variable*, come check di robustezza si è utilizzata una stima Tobit in cui la dipendente è stata codificata come 0 per partecipazioni dell'investitore istituzionale inferiori al 33%, 1 tra 34% e 66%, 2 tra 67% e 100%.



I risultati

	Institutional Share	Institutional Tertile
<i>Financial</i>		
Amount	0.010	0.019**
Maturity	0.092***	0.100*
Equity	0.287**	0.347**
Debt	0.511***	0.597***
IRR	0.009**	0.010**
% Secured	-0.137	-0.194*
Fee	0.008	0.016
<i>Contractual</i>		
SPV	0.112	0.158
#Providers	-0.078***	-0.109***
Local	0.403***	0.478***
Compliance	0.0278	0.0281
<i>Social Issue</i>		
Housing	0.505***	1.454***
Recidivism	0.690***	1.517***
UK	0.242*	0.238*
<i>Observations</i>	64	64
<i>(Pseudo) R2</i>	0.6183	0.3843



Come era atteso, le condizioni finanziarie più favorevoli (IRR e scadenze più lunghe) hanno attirato maggiormente l'investitore istituzionale verso gli strumenti emessi.

I costi, seppure rilevanti, non sono una componente che scoraggia l'investitore; neanche il rischio, come si nota dal coefficiente relativo alla variabile *secured*.

I coefficienti sono, invece, molto significativi sulla struttura contrattuale. In particolare, sul numero di *financial providers* e sulla presenza della pubblica amministrazione locale.



Conclusion

Questo studio empirico verifica quale delle ipotesi prevalenti (**agency, risk, mancanza di standardizzazione**) spiega la limitata diffusione dei SIB. Quest'ultima è connessa con la scarsa attrattività di questi progetti per investitori istituzionali.

Si è osservato che i SIB con maggiore dimensione, elevata remunerazione (IRR) e tempo a scadenza più lungo hanno maggiore probabilità di attirare gli investitori istituzionali.

Il rischio, invece, non pare giocare un ruolo determinante. Piuttosto, la **presenza di una pubblica amministrazione locale**, assieme ad un numero contenuto di partecipanti, sembra essere gradita dall'investitore finale, che vede in essa una garanzia al corretto monitoraggio delle attività svolte.



- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). Impact investing: Transforming how we make money while making a difference. *Innovations*, 6(3), 9-18.
- Clifford, J. (2016). Social Impact Bonds. *Routledge handbook of social and sustainable finance*, pp. 161-176.
- Fraser A., Tan S., Lagarde M. and N. Mays (2016), Narratives of Promise, Narratives of Caution: A Review of the Literature on Social Impact Bonds. *Social Policy and Administration*, DOI: 10.1111/spol.12260.
- Lehner, O. M. and Brandstetter, L. (2014), Impact investment portfolios: Including social risks and returns, Oxford: ACRN Oxford Publishing House, <http://ssrn.com/abstract=2519671> (accessed 31 May 2016).
- McHugh, N., Sinclair, S., Roy, M., Huckfield, L., & Donaldson, C. (2013). Social impact bonds: A wolf in sheep's clothing? *Journal of Poverty and Social Justice*, 21 (3), 247–257.
- Mullins, D., Rees, J. and Meek, R. (2011), Open public services and the third sector: What's the evidence? Centre for Market and Public Organisation, *Research in Public Policy*, no.13:15–17.
- Nicholls, A. (2013), Filling the capital gap. In S.Denny and F.Seddon (eds), *Social Enterprise: Accountability and Evaluation around the World*, Abingdon: Routledge, pp.161–95.
- Van Slyke D. (2006), Agents or Stewards: Using Theory to Understand the Government-Nonprofit Social Service Contracting Relationship, *Journal of Public Administration Research and Theory* 17: 157- 187.
- Warner, M.E. (2013). Private finance for public goods. *Journal of economic policy reform*, vol. 16, no. 4, pp. 303-319.