

# L'impatto della finanza a impatto sociale: uno studio sulla relazione tra strumenti finanziari, forme di governance e motivazioni

**Marianna Baggio** | Università degli Studi di Trento, Dipartimento di Economia e Management

**Virginia Cecchini Manara\*** | Università degli Studi di Trento, Dipartimento di Economia e Management

**Lorenzo Sacconi** | Università degli Studi di Trento, Dipartimento di Economia e Management

*\* Virginia Cecchini Manara ha ricevuto un contributo da Fondazione Caritro per la realizzazione di questa ricerca*

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

ISBN 978-88-909832-7-6

## Abstract

Il fenomeno della finanza a impatto sociale è emerso negli ultimi anni sia in risposta alla crisi dei tradizionali sistemi di welfare e alla progressiva diminuzione del finanziamento pubblico al Terzo Settore, sia in relazione alla crescente esigenza di innovazione sociale, che hanno condotto a un ripensamento delle forme di finanziamento dell'impresa sociale, anche nel contesto della recente riforma del Terzo Settore (L. 106/2016) e hanno aperto le porte all'ingresso della finanza nel mondo non profit, attraverso l'offerta di nuovi strumenti finanziari volti a far convogliare capitali privati verso l'imprenditoria sociale, al fine di creare impatti sociali positivi abbinati a rendimenti economici.

Il dibattito sulla effettiva applicazione di questi strumenti si è finora incentrato sui metodi di valutazione e di misurazione dell'impatto sociale per la remunerazione del capitale investito, trascurando il ruolo delle motivazioni che spingono gli agenti coinvolti (investitori e imprenditori sociali) ad agire.

Numerosi studi hanno evidenziato il ruolo delle motivazioni ideali (o intrinseche) di manager e lavoratori sociali, insieme a principi di governance condivisa e a vincoli sull'appropriazione del profitto, per spiegare l'efficienza delle organizzazioni del Terzo Settore nel creare un impatto sociale positivo (Sacconi e Faillo, 2005).

Il presente lavoro intende investigare la relazione tra i nuovi strumenti di finanza a impatto sociale per il Terzo Settore, gli assetti di governance e le motivazioni di imprenditori, operatori sociali e donatori. In particolare, dopo una disamina dei principali strumenti per finanziare il Terzo Settore (credito tradizionale e mutualistico, crowdfunding, equity crowdfunding, crowdlending, social lending, titoli di solidarietà, green bond, social bond, social impact bond, mini bond), si intende



esaminare l'interazione tra metodo di finanziamento, strutture di governance e di accountability, impatto sulle motivazioni degli stakeholder dell'impresa sociale.

L'obiettivo è quello di effettuare una rassegna ragionata degli strumenti di finanza sociale esistenti che possa costituire la base di partenza per analisi qualitative mediante questionari agli operatori del settore al fine di stabilire l'ordine di priorità sugli strumenti più utilizzati o con maggiore potenziale, ovvero dove l'incontro tra la domanda e offerta di uno strumento finanziario per il Terzo Settore è più probabile e più frequente.

Infine questa rassegna consentirà di fornire le basi teoriche ed empiriche necessarie a disegnare esperimenti di behavioral economics in laboratorio e sul campo in cui l'interazione tra l'impresa sociale, variamente definita, e i suoi finanziatori, anch'essi variamente definiti, interagiscono attraverso l'adozione di diversi strumenti di finanziamento, per osservare gli effetti da un lato sul comportamento degli stakeholder tradizionali dell'impresa sociale cioè i lavoratori e i donatori (sia di lavoro volontario che di mezzi finanziari), dall'altro sull'effettiva disposizione ad investire capitale di rischio da parte dei finanziatori.

## Introduzione

Il mondo del Terzo Settore in Italia sta affrontando in questi anni nuove sfide, sia in ragione dei cambiamenti legislativi che lo hanno investito con la cosiddetta “Riforma del Terzo Settore”<sup>1</sup> avviata nel 2016 e ancora non completamente attuata, sia della continua crescita del settore<sup>2</sup> nonostante un contesto economico caratterizzato da una fase recessiva profonda, sia infine per una rinnovata attenzione alla sua dimensione produttiva e imprenditoriale, che si è dimostrata capace di ampliare l’offerta di servizi sociali in un momento di crisi economica e del welfare state.

La definizione di Terzo Settore proposta dalla riforma consente di avere una nozione chiara di ciò che si intende con questo termine: un settore che si pone tra il settore pubblico (lo Stato) e il settore privato lucrativo (il mercato) e che si definisce per la presenza di tre criteri: il perseguimento di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, lo svolgimento di attività di interesse generale, una struttura proprietaria e di governance inclusiva<sup>3</sup>. Questa definizione si distanzia sia da quella legata ai vincoli sulla distribuzione del profitto (che identifica il mondo “*non profit*” anglosassone) sia dalla “*economia sociale e solidale*” di ispirazione francese, che include tutte le forme di cooperazione.

Proprio perché si tratta di un settore diverso da quello pubblico e da quello privato lucrativo, dotato di caratteristiche peculiari, non è possibile trascurare il fatto che anche le modalità con cui le sue attività e gli investimenti in questo settore vengono finanziati differiscono sia dalla finanza pubblica che da quella privata. Le modalità di finanziamento degli enti del Terzo Settore richiedono di conseguenza una disanima attenta, che sia in grado di evidenziare le differenze rispetto al finanziamento delle attività dello Stato, che avviene tipicamente attraverso le finanze pubbliche, e al modo di finanziarsi delle imprese private, che tipicamente si rivolgono al mercato; ma che sia in grado anche di includere nuovi strumenti che sono indirizzati a far convergere risorse finanziarie (in particolare capitale di rischio) verso gli enti del Terzo Settore (la cosiddetta “finanza d’impatto”)<sup>4</sup>.

Tuttavia sono necessarie alcune precisazioni: innanzitutto il Terzo Settore comprende organizzazioni composite e molto diverse tra loro, tutte accomunate dallo svolgimento di attività di interesse generale, ma attraverso modalità, finalità, forme giuridiche molto diverse. Esso infatti comprende sia

---

<sup>1</sup> La Riforma del Terzo Settore, non ancora completamente attuata, comprende la legge delega n. 106 del 2016 e i suoi decreti attuativi, in particolare il d. lgs. 117/2017 contenente il Codice del Terzo Settore e il d. lgs. 112/2017 sull’impresa sociale.

<sup>2</sup> I dati ISTAT mostrano un settore in espansione tra il 2011 e il 2015: le istituzioni non profit attive in Italia sono cresciute dell’11,6%, il numero di volontari è cresciuto del 16,2% e i lavoratori dipendenti sono aumentati del 15,8%.

<sup>3</sup> Fici (2018) enumera cinque settori dell’economia: accanto al settore pubblico e al settore privato lucrativo, elenca il settore privato **mutualistico**, il settore privato **non lucrativo** e il settore privato **non lucrativo di interesse generale/di utilità sociale**, e identifica in quest’ultimo il Terzo Settore riconosciuto e disciplinato dal Codice del 2017.

<sup>4</sup> Il Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force (*La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia, Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8*) definisce la finanza a impatto sociale come “quella finanza che sostiene investimenti legati ad *obiettivi sociali misurabili* in grado, allo stesso tempo, di generare un *ritorno economico* per gli investitori”.

organizzazioni di promozione dei diritti e della cultura civica, sia organizzazioni produttive e imprenditoriali che erogano servizi di interesse generale. Nell'affrontare il tema della finanza per il Terzo Settore non si potrà quindi prescindere dalla eterogeneità delle forme che gli enti possono assumere. Per questo nella *Sezione 1* presentiamo lo scenario normativo italiano.

In secondo luogo, è necessario riflettere con attenzione sulle caratteristiche distintive del Terzo Settore, approfondendo l'analisi economica e istituzionale, per evitare di applicare in modo acritico logiche che derivano dall'economia pubblica o dal mercato a un mondo che è caratterizzato da evidenti peculiarità che lo distinguono da altri domini dell'economia. La *Sezione 2* affronta questo tema introducendo i temi della governance multi-stakeholder e delle motivazioni intrinseche.

Per evitare errori nelle politiche a sostegno della finanza per il terzo Settore è necessario valutare *ex ante* le possibili problematicità degli strumenti finanziari in relazione a varie dimensioni caratterizzanti gli enti del Terzo Settore e le loro attività. Seguendo questa visione, la *Sezione Error! Reference source not found.* propone l'applicazione di alcune evidenze sperimentali sul *crowding out* delle motivazioni intrinseche al contesto dei finanziamenti per il Terzo Settore.

Il primo passo per analizzare questa relazione è quello di identificare gli strumenti disponibili e successivamente investigarne le caratteristiche attraverso categorie di analisi predeterminate. Dopo una breve descrizione dello stato di salute economica e finanziaria del Terzo Settore alla luce dei dati ISTAT del 2011 e 2016 e dei dati dell'Osservatorio UBI Banca 2016-17 (*Sezione 4*), elencheremo gli strumenti finanziari disponibili, le dimensioni di analisi e descriveremo le criticità e i punti di forza di ciascuno strumento mediante un quadro riassuntivo (*Sezione 5*). Infine ne valuteremo il potenziale di *crowding out* (*Sezione 6*).

## **1. Gli enti del Terzo Settore e l'impresa sociale, definizione normativa**

Introduciamo il quadro normativo degli Enti del Terzo Settore, per poi discutere gli elementi principali evidenziati dall'analisi economica e istituzionale.

Come già anticipato, la definizione legislativa di Ente del Terzo Settore (ETS) fornita dalla Riforma del 2016 si basa sulla presenza di *tre criteri*: lo svolgimento di una o più attività di interesse generale, il perseguimento di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, l'assenza di scopo di lucro. È inoltre richiesta l'indipendenza da amministrazioni pubbliche, partiti politici, sindacati, associazioni rappresentative di categorie economiche, e l'iscrizione al Registro unico nazionale del Terzo Settore (RUN).

Gli ETS devono svolgere una o più *attività di interesse generale*, che hanno ad oggetto ad esempio interventi e servizi sociali, interventi e prestazioni sanitarie e altre attività tassativamente elencate in 26 voci dalla legge (art. 5 CTS).

L'attività di interesse generale deve essere svolta in via esclusiva o principale, e attività «diverse» sono ammissibili solo se secondarie e strumentali (art. 6 CTS).

I modelli e le *forme giuridico-organizzative* degli ETS comprendono alcuni modelli «tipici» (Organizzazione Di Volontariato, Associazione di Promozione Sociale, Ente Filantropico, Impresa Sociale - inclusa la cooperativa sociale - Società di mutuo soccorso, Rete associativa e Rete associativa nazionale) e un modello «atipico» in cui possono rientrare associazioni, riconosciute o non, o fondazioni che possiedano le caratteristiche dell'ETS in generale.

La qualifica di Impresa Sociale<sup>5</sup> è acquisibile da enti costituiti in qualsiasi forma, anche societaria<sup>6</sup>. Sono imprese sociali di diritto le cooperative sociali e i loro consorzi. Esiste pertanto la possibilità che vi siano: associazione «impresa sociale», fondazione «impresa sociale», S.p.A. «impresa sociale», cooperativa «impresa sociale», ecc.

Le *modalità* secondo cui gli ETS possono attuare l'interesse generale spaziano invece dall'azione volontaria all'erogazione, alla mutualità e infine alla produzione o scambio di beni o servizi, con o senza l'impiego di volontari. È quindi aperta la possibilità di svolgere attività imprenditoriale, sia per le attività di interesse generale, sia per le attività di supporto (attività diverse e di raccolta fondi).<sup>7</sup>

Oltre alla possibilità di esercitare la propria attività in forma imprenditoriale, la Riforma offre ad alcuni ETS<sup>8</sup> la *facoltà di remunerare il capitale sociale*. Se infatti in generale alla possibilità di creare un utile "oggettivo" si accompagna il divieto di scopo di lucro "soggettivo" (il patrimonio degli ETS deve essere utilizzato per lo svolgimento dell'attività statutaria e gli eventuali utili o avanzi di gestione non possono essere distribuiti ad associati, lavoratori, amministratori, ecc. neanche in forma indiretta<sup>9</sup>), l'Impresa Sociale può distribuire parte degli utili<sup>10</sup> (in misura inferiore al 50% e con rendimenti calmierati<sup>11</sup>) sotto forma di aumento gratuito del capitale sottoscritto e versato dai soci, oppure tramite la distribuzione di dividendi (anche mediante l'emissione di strumenti finanziari), mantenendo tuttavia il vincolo totale sulle riserve indivisibili e sul patrimonio.

Come sottolineato da Borzaga<sup>12</sup>, un vincolo così strutturato può bilanciare due obiettivi: da un lato apre la possibilità per l'impresa sociale di attrarre capitale di rischio, dall'altro assicura che il patrimonio e gli utili destinati a riserva non possano essere appropriati dai singoli.

## **2. Il Terzo Settore, prospettiva economica e istituzionale**

Nel contesto della teoria economica, le organizzazioni del Terzo Settore sono state interpretate come soluzioni istituzionali a fallimenti dello Stato nella fornitura di beni pubblici (Weisbrod, 1986) o a fallimenti del mercato nella

---

<sup>5</sup> Disciplinata in modo speciale dal D.lgs. 112/2017.

<sup>6</sup> Sono escluse le società costituite da un unico socio persona fisica, le amministrazioni pubbliche, e gli enti i cui atti costitutivi limitino, anche indirettamente, l'erogazione dei beni e dei servizi in favore dei soli soci o associati (art.1, co.2).

<sup>7</sup> Si veda Marcelli in Fici (2018).

<sup>8</sup> Imprese sociali costituite nelle forme di cui al libro V del codice civile.

<sup>9</sup> Sono previste norme che impediscono l'aggiramento di questo divieto attraverso la distribuzione indiretta di utili (compensi irragionevoli ai componenti degli organi sociali, corresponsione di retribuzioni superiori al 40% dei contratti collettivi, ecc.). In caso di estinzione dell'ETS, il suo patrimonio residuo è devoluto ad altri ETS.

<sup>10</sup> Utili e degli avanzi di gestione annuali, dedotte eventuali perdite maturate negli esercizi precedenti.

<sup>11</sup> L'aumento gratuito del capitale sociale sottoscritto e versato dai soci è previsto nei limiti delle variazioni dell'indice nazionale generale annuo ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e di impiegati; la distribuzione, anche mediante aumento gratuito del capitale sociale o l'emissione di strumenti finanziari, di dividendi ai soci, non può avvenire in misura superiore all'interesse massimo dei buoni postali fruttiferi, aumentato di due punti e mezzo rispetto al capitale effettivamente versato.

<sup>12</sup> Borzaga *in*: Fici (2018).

produzione di beni e servizi gravati da asimmetria informativa tra produttore e consumatore/utente (Hansmann, 1980).

Tra le caratteristiche distintive di tali enti, sono particolarmente importanti la definizione di obiettivi diversi dal profitto (la c.d. *mission sociale*) e l'intenzionalità di distribuire una parte del surplus generato a beneficio di soggetti diversi dai proprietari e dai consumatori paganti.

Numerosi lavori hanno identificato le ragioni di efficienza delle organizzazioni di Terzo Settore (e in particolare dell'impresa sociale come produttrice di beni di *welfare*) nella presenza di *motivazioni* ideali nei soggetti che vi apportano capitale e lavoro, sostenute da una peculiare *struttura di incentivi*.

In sintesi, la struttura di governance deve garantire che tutti coloro che vi collaborano assumano comportamenti coerenti con gli obiettivi sociali dichiarati, favorendo la partecipazione al controllo e alla gestione del maggior numero di gruppi di soggetti interessati alla sua attività (*governance multi-stakeholder*), senza che uno solo di essi possa prevalere sugli altri (cfr. Borzaga, 2005). In questo contesto, il vincolo sulla distribuzione degli utili garantisce che tutte le risorse donate, in termini di capitale o di lavoro, vadano a favore dello scopo dichiarato e dei beneficiari, e non siano appropriate in modo indebito da soggetti interni. Infine, è necessario un processo di rendicontazione sociale che consenta a tutti gli stakeholder di confrontare l'operato con gli obiettivi dichiarati.

Numerosi studi hanno evidenziato come le motivazioni che muovono i vari soggetti coinvolti nell'organizzazione di utilità sociale non siano riconducibili solo all'auto-interesse, ma siano più complesse e caratterizzate da una componente *intrinseca* (per una rassegna, si veda Faillo, 2005).

Tra questi, una spiegazione dell'efficienza dell'impresa sociale mette in rilievo la presenza di motivazioni e credenze legate a una prospettiva contrattualista e *multi-stakeholder* (Grimalda e Sacconi, 2005). L'ipotesi di partenza è che alla base dell'impresa sociale esista una fase di contrattazione *ex ante* fa i diversi *stakeholder* in cui i portatori di interesse partecipano a un processo deliberativo sulle regole di ripartizione del *surplus* prodotto.

La partecipazione a questo processo deliberativo, se soddisfa requisiti di equità di trattamento, è in grado non solo di generare un accordo equo, ma anche di modificare le disposizioni e le credenze degli agenti coinvolti. Di questo processo esiste anche una prova sperimentale (Sacconi e Faillo, 2010; Sacconi *et al.*, 2011; Faillo *et al.*, 2015), che dimostra come soggetti che partecipano a una fase di deliberazione imparziale *ex ante* sviluppano le motivazioni e le credenze per mettere in pratica *ex post* quanto è stato deliberato, anche se in contrasto con il puro auto-interesse.

Per comprendere meglio questa relazione, è possibile interpretare l'organizzazione alla luce di un modello di interazione strategica tra tre giocatori: un *finanziatore*, un *lavoratore* e un *consumatore*.

Il *finanziatore* può essere rappresentato da uno o più dei seguenti soggetti:

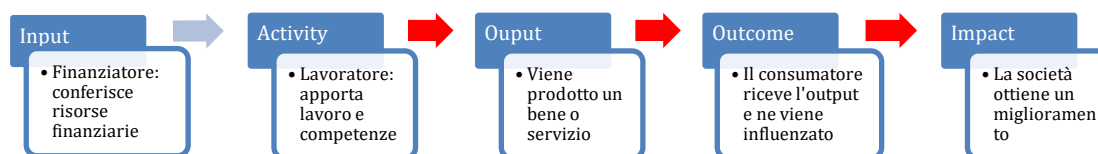
- un *soggetto pubblico* che elargisce risorse per esternalizzare un servizio (pubblica amministrazione),
- un *donatore* che devolve una parte dei suoi beni per una causa (può essere un singolo filantropo, un ente filantropico, una società privata che destina parte degli utili a progetti *corporate philanthropy*, una banca o un intermediario finanziario che raccoglie fondi e ne destina una parte a progetti sociali – *social bonds*, oppure una folla di soggetti che destinano ciascuno una piccola quantità per una causa – *crowdfunding*),

- un *prestatore* (tipicamente un istituto di credito) che elargisce credito dietro garanzie,
- un *investitore* che si aspetta un rendimento economico, insieme alla possibilità di influire sulla *governance* e insieme a un impatto sociale.

Mentre il finanziatore fornisce l'input di capitale, l'input di lavoro è invece assicurato dal *lavoratore*, che può essere stipendiato o no (*volontario*) ed è il soggetto più informato rispetto alla qualità del bene o servizio fornito. Dal lavoratore dipende la trasformazione dell'input in un output, con una funzione di produzione caratterizzata da una variabile casuale.

Questo fa sì che l'output prodotto non sia una funzione osservabile del finanziamento né dell'effort del lavoratore, in quanto possono verificarsi diversi stati di natura che, a parità di input, producono livelli di output differenti. Se ipotizziamo che l'evento stocastico che influisce sulla determinazione dell'output non sia osservabile da chiunque ma solo da una delle parti coinvolte nella produzione, emerge un problema di asimmetria informativa che è stato affrontato da numerosi studi sui modelli di agenzia; tuttavia in questo caso la presenza di motivazioni intrinseche rende l'applicazione di contratti incentivanti molto più difficile, per l'ipotesi che i compensi monetari possono ledere le motivazioni (a causa dell'effetto conosciuto come "costo latente del compenso"). Il *consumatore* rappresenta il beneficiario dei beni o servizi prodotti dall'impresa sociale, ed è in effetti un giocatore fittizio (*dummy player*), in quanto le sue azioni non hanno alcun impatto sui profitti degli altri giocatori, sebbene il suo beneficio sia influenzato dalle azioni degli altri.

Inoltre, anche il modo in cui il bene o servizio fornito dall'impresa sociale va a beneficio del consumatore dipende da una variabile casuale: *l'output* prodotto non coincide con *l'outcome* in quanto il beneficiario che riceve l'output, a seconda delle sue condizioni soggettive e di contesto, ne ricava un outcome positivo o nullo. Infine, il beneficio generato per la società nel suo complesso (*impact*) è anch'esso ulteriormente legato a variabili non controllabili dagli agenti e quindi il miglioramento soggettivo dei beneficiari si trasmette al contesto sociale, producendo un impatto positivo che è verificabile solo come controfattuale. Lo schema qui riprodotto mostra le fasi di produzione, e le frecce rosse indicano i passaggi soggetti a variabili casuali non osservabili.



Se i soggetti sono mossi esclusivamente dall'auto-interesse, è chiaro che i due giocatori attivi possono approfittare sia dell'asimmetria informativa sia della posizione svantaggiata del beneficiario, e agire in modo opportunistico appropriandosi di tutto il surplus prodotto, pretendendo un'alta remunerazione oppure esercitando poco effort. Che cosa fa sì che osserviamo nella realtà organizzazioni capaci di distribuire benefici a soggetti terzi?

Ipotizziamo che vi sia una fase di contrattazione prima del gioco in cui i giocatori, senza essere a conoscenza del proprio ruolo, trovino un accordo su un principio equo con cui spartire il surplus che sarà generato. In questo caso, per effetto del velo d'ignoranza, essi si accorderanno su una distribuzione equa anche a favore del beneficiario, una volta ripagati i fattori di produzione. La presenza di questa

fase deliberativa in cui ogni partecipante è preso in considerazione come libero e uguale consente non solo di identificare un principio equo di distribuzione, ma influisce sulle motivazioni ad agire e sulle credenze di reciproca conformità al principio selezionato, e garantisce che i soggetti in equilibrio si conformino a quanto hanno deliberato *ex ante*. Se la struttura di governance soddisfa i requisiti di inclusività degli stakeholder, condivisione delle decisioni e diritto di *voce* per i vari gruppi di interesse, pubblicità e rendicontazione trasparente dei criteri equi di ripartizione del surplus generato, le credenze che di reciproca conformità vengono confermate e la motivazione intrinseca ad agire secondo gli scopi dell'organizzazione (*mission*) garantisce che i soggetti coinvolti si comportino in modo conforme a quanto deliberato, e in particolare continueremo a osservare donazioni di capitale e di lavoro, che la teoria economica standard basata sull'ipotesi dell'*homo oeconomicus* non sarebbe in grado di spiegare.

### **3. L'effetto di crowding out delle motivazioni intrinseche**

La letteratura sulle motivazioni intrinseche ha sottolineato il rischio che esse possano essere estromesse o spiazzate (effetto di *crowding out*) da un intervento esterno quando un agente intrinsecamente motivato lo percepisce come riduzione della propria auto-determinazione (Frey, 1997).

In particolare, è stato osservato come ogni intervento esterno (sia in forma di compensi monetari che di regolazioni) può influenzare la motivazione intrinseca, in senso positivo (*crowding in*) o negativo (*crowding out*). Tipicamente, il secondo effetto è determinato da interventi percepiti come *controllo*, il primo da interventi percepiti come *supporto* all'attività condotta per motivazione intrinseca.

Intendiamo sostenere che il modo in cui il TS viene finanziato non è affatto neutrale rispetto agli incentivi e alle motivazioni ad agire dei soggetti coinvolti.

Come emerge dall'analisi degli strumenti finanziari condotta nella *Sezione 5*, ciascun tipo di finanziamento è caratterizzato da diverse motivazioni e differisce dagli altri per il tipo di rendimento atteso, il rischio, la misurazione dei risultati e il coinvolgimento nella governance dell'organizzazione.

Queste diversità influiscono sugli esiti del processo di contrattazione e sulle credenze degli altri giocatori in termini di conformità reciproca, e possono dunque generare effetti di *crowding out* delle motivazioni intrinseche.

In particolare, questo avviene se:

- lo strumento finanziario è disegnato in modo che gli altri stakeholder non siano coinvolti nella deliberazione intorno agli scopi (*mission*) e agli strumenti di misurazione in base ai quali è valutato l'operato dell'organizzazione, e di conseguenza i processi non siano considerati equi;
- le richieste dei finanziatori diventano eccessivamente pressanti o disallineate rispetto alla *mission* costitutiva;
- è previsto un livello elevato di controllo esterno attraverso processi di imposizione di standard, monitoraggio, valutazione e feedback;
- la fornitura di ingenti capitali implica uno spostamento del controllo e un'alterazione della governance condivisa.

Inoltre, l'inserimento di uno strumento finanziario in contesti cooperativi può provocare effettivi negativi per l'applicazione di logiche di profitto in situazioni caratterizzate da motivazioni pro-sociali, un effetto che è stato documentato in



alcuni esperimenti in cui il comportamento cooperativo è inferiore quando lo stesso gioco è caratterizzato come “gioco di Wall Street” invece che come “gioco di comunità”, tenendo immutate tutte le altre caratteristiche (Kay e Ross, 2003; Liberman et al., 2004).

#### **4. Il fabbisogno finanziario del Terzo Settore**

Il Terzo Settore in Italia è correntemente in una fase espansiva, con un incremento pari all'11,6% (rispetto al 2011) del numero totale di istituzioni attive nel Paese per un totale di 336.275 non profit. Il Terzo Settore impiega 788 mila dipendenti e 5,5 milioni di volontari, con un rapporto di 2 dipendenti ogni 16 volontari, anche se questo varia notevolmente a seconda delle attività svolte. Per quanto riguarda le forme giuridiche, le associazioni riconosciute e non riconosciute rappresentano la stragrande maggioranza con l'85,3% del totale, seguite dalle cooperative sociali (4,8%), le fondazioni (1,9%) e altre forme tra cui le imprese sociali con forma giuridica d'impresa (8%) (ISTAT, 2017).

Per quanto riguarda la classificazione delle istituzioni non profit è possibile distinguere tra unità che svolgono attività economica *market* e *non market*. Gli enti non profit che erogano prodotti e/o servizi destinabili alla vendita, a prezzi economicamente rilevanti si dicono *market*. Inoltre il rapporto tra i ricavi provenienti dalla vendita di beni e servizi (entrate) e i costi di esercizio (uscite) deve maggiore di 0,5 per classificare la non profit tra le istituzioni che producono per il mercato (*market*), in caso contrario essa viene inclusa tra quelle che non producono per il mercato (*non market*). Nel 2011 in Italia il 69,4% era di tipo *non market*, mentre solo il 30,6 era di tipo *market*.

Più in generale il 78,3% delle non profit è caratterizzato da entrate (di qualsiasi natura, non solo dalla vendita di beni e servizi) inferiori a 60.000€ annui, mentre il 21,7% per entrate superiori, di cui solo il 4,5% supera i 500.000€, assorbendo l'81,8% delle entrate totali del Terzo Settore. L'origine delle risorse economiche è di natura prevalentemente privata (86,1%), mentre le fonti pubbliche rappresentano solo il 13,9%. Infine, gli oneri e spese derivanti dalla gestione finanziaria e patrimoniale rappresentano il 4% delle uscite totali. (ISTAT, 2011)

Le indagini sui fabbisogni finanziari del Terzo Settore per gli anni 2016 e 2017 condotti dall'Osservatorio UBI Banca hanno evidenziato alcuni trend importanti. In primis un cambiamento nelle previsioni sulle tipologie di entrata: in calo quelle derivanti da contributi, convenzioni, rapporti con gli enti pubblici, mentre in crescita quelle derivanti dagli scambi sul mercato. Pertanto il Terzo Settore, soprattutto il comparto delle cooperative sociali, sembra orientarsi sempre più verso la sostenibilità economica alimentata dalle attività *market*, guardando al privato cittadino come beneficiario principale e diretto delle proprie attività.

Per quanto riguarda invece l'utilizzo degli strumenti finanziari è stato rilevato che in media ogni ente ha rapporti con circa due istituti di credito, con i quali intercorrono per circa il 50% delle cooperative, il 30% delle associazioni e il 70% degli ibridi organizzativi<sup>13</sup>, anche dei rapporti finanziari per la gestione corrente (anticipi di entrate e contributi, anticipo cinque per mille, fidejussioni anticipi contributi). Meno frequente è invece l'utilizzo dei finanziamenti per le attività (circa un terzo delle cooperative, un decimo delle associazioni e il 70%

---

<sup>13</sup> L'Osservatorio UBI Banca utilizza il termine “ibridi organizzativi” per rappresentare tutte le imprese sociali per le quali l'innovazione è un elemento strategico portante, la cui *mission* è sociale ma contemporaneamente producono un reddito da attività commerciale per poter perseguire la propria missione.

degli ibridi) e per gli investimenti (circa il 23% delle cooperative, l' 8% delle associazioni e il 63% degli ibridi). In quest'ultimo caso esiste un rapporto diretto tra l'utilizzo di finanziamenti per gli investimenti e previsioni sulle entrate derivanti dalle attività *market*: in altre parole gli enti che sono più *market oriented* tendono ad avere un profilo finanziario più dinamico. Il 21,2% delle cooperative e il 35,3% degli ibridi sostiene che al fine di aumentare gli investimenti sia necessario ampliare l'offerta della finanza specializzata. Infine il 25% delle cooperative e il 34% delle associazioni conosce gli strumenti di finanza ad impatto sociale, e rispettivamente il 70% e il 19% sarebbero interessati ad utilizzarle. Ancora una volta le realtà più dinamiche e *market oriented* sono tra quelle più propense ad utilizzare strumenti finanziari innovativi.

Unendo dunque i tasselli forniti dai censimenti permanenti dell'ISTAT sulle Istituzioni Non Profit e dell'Osservatorio UBI Banca è evidente come sia fondamentale generare e mantenere un assetto finanziario stabile per un gruppo fortemente eterogeneo (per forma giuridica, dimensioni, attività svolte e vocazione) di enti del Terzo Settore, al fine di svolgere e mantenere il proprio ruolo all'interno del sistema economico, senza dipendere da fonti caritative, di mera beneficenza o pubbliche a fondo perduto. Inoltre è chiaro che realtà *market* e *non market* del Terzo Settore sono profondamente diverse, e si avvicinano al mondo della finanza in modo completamente dissimile.

## 5. Gli strumenti finanziari per il Terzo Settore

L'origine delle fonti di finanziamento per gli enti non profit è sostanzialmente di due tipi: **pubblica** o **privata**. Il finanziamento **pubblico** (nazionale e internazionale) a sua volta può avvenire senza un corrispettivo di scambio puntuale in termini di erogazione di servizi o produzione di beni, oppure può essere legato alla fornitura di beni e servizi. In questo secondo caso il rapporto si basa sulla capacità dell'ente del Terzo Settore di presentarsi come un'organizzazione professionale in grado di soddisfare le esigenze tipicamente di pubblica utilità, in via surrogativa, integrata o esclusiva rispetto all'intervento dell'ente pubblico. Il finanziamento di origine **privata** invece può essere legato a scambi sul mercato (in cui il privato è cliente dell'ente non profit), a rapporti di mutualità, volontariato oppure derivare da donazioni, sponsorizzazioni e erogazioni statutarie (ad esempio fondazioni e intermediatori finanziari che per statuto erogano fondi a enti non profit).

All'interno di questa classificazione dicotomica, gli strumenti di finanziamento a disposizione del Terzo Settore sono sostanzialmente appartenenti a tre macro categorie:

- 1) Le **donazioni**: sono risorse gratuite a titolo definitivo, cioè tutti i contributi, offerte, elargizioni e lasciti testamentari di tipo volontario, nonché i sussidi e contributi a titolo gratuito da istituzioni pubbliche, che non richiedono da parte dell'organizzazione non profit una contropartita in termini di erogazione di beni o servizi.
- 2) Il capitale di **debito**: sono i debiti di natura finanziaria a titolo oneroso, che si possono distinguere tra debito bancario di breve o medio/lungo termine, e debito obbligazionario. Tipicamente, ma non esclusivamente, nel Terzo Settore il capitale di debito è legato agli anticipi su contributi, fatture e contratti di fornitura.

3) Il capitale proprio o **equity**: si tratta del capitale fornito dai proprietari dell'organizzazione all'atto della costituzione e in un secondo tempo per finanziarne l'attività. Nel Terzo Settore il capitale proprio è fortemente limitato dall'impossibilità o dalle limitazioni alla distribuzione degli utili, nonché dalla diffusa indisposizione all'apertura della governance a terze parti.

In Italia la macro categoria delle donazioni rappresenta solo circa il 12% delle entrate degli enti del Terzo Settore, ed è composta da un 7% di donazioni di origine privata e circa un 5% da sussidi e contributi a titolo gratuito da parte di istituzioni pubbliche (ISTAT, 2011). Le donazioni sono fondamentali per quelle organizzazioni la cui attività è *cash flow based*: date le entrate di cassa ciclicamente disponibili si determina ed esegue il massimo servizio erogabile date le risorse (Bengo e Ratti, 2014). Per queste organizzazioni (tipicamente le associazioni riconosciute e non riconosciute) non ci sono le capacità finanziarie di crescita e l'utilizzo di strumenti finanziari è limitato alla gestione della raccolta (conti correnti) o all'utilizzo di strumenti di capitale di debito di breve periodo (anticipi).

D'altra parte però esiste un numero consistente di enti più *finance intensive*, la cui attività è tipicamente *asset based*. In questo caso l'organizzazione costruisce cespiti durevoli, finanziati attraverso strumenti finanziari commisurati temporalmente, che possono fornire reddito operativo e impatto sociale nel medio/lungo periodo, mentre l'attività operativa è sostenuta da risorse a titolo gratuito o strumenti finanziari di breve termine, la cui sostenibilità è garantita da entrate correnti provenienti dal mercato pubblico e privato.

In termini generali, gli intermediari finanziari ritengono il rapporto con il Terzo Settore *cash flow based* poco appetibile, mentre le organizzazioni non profit o le imprese a vocazione sociale la cui attività è *asset oriented* rappresentano una categoria sicuramente più allettante grazie alla naturale inclinazione verso la logica produttiva di tipo incrementale (creazione di utile per finanziare la crescita) oltre che il perseguimento dell'impatto e miglioramento sociale.

Nel dettaglio è stato possibile individuare 15 strumenti di finanziamento a disposizione del Terzo Settore:

- **Credito tradizionale/mutualistico/microcredito**: come visto in precedenza, la quasi totalità delle organizzazioni del Terzo Settore ha rapporti con più istituti bancari e utilizza gli strumenti tipicamente impiegati dalle piccole e medie imprese (conti correnti, fidi, prestiti, mutui eccetera) senza grosse specificità di settore.

- **5 per mille**: si tratta della possibilità data ai contribuenti (persone fisiche) di destinare il 5 per mille della propria aliquota IRPEF a favore di un ente iscritto in elenchi speciali o a favore di una determinata finalità d'interesse sociale.

- **Fundraising**: l'articolo 7 del Codice del Terzo Settore prevede e riconosce espressamente la raccolta di fondi come un "complesso delle attività e iniziative poste in essere da un ente del Terzo Settore al fine di finanziare le proprie attività di interesse generale, anche attraverso la richiesta a terzi di lasciti, donazioni e contributi di natura non corrispettiva". Il fundraising in tutte le sue forme è riconosciuto come un'attività necessaria e non residuale degli enti del Terzo Settore. I dati ISTAT 2011 indicano che per il 61.1% raccoglie fondi prendendo contatto direttamente con i donatori, il 55.5% lo fa attraverso l'organizzazione di eventi, l'11.6% mediante i canali online e il 6% usa i mass media.

- **Crowdfunding**, a sua volta classificabile in:
  - **Crowdfunding donation based**: è una raccolta diretta di fondi, tramite piattaforme tipicamente online, costituita attraverso piccoli contributi di gruppi molto numerosi d'individui, i quali non ricevono alcuna compensazione finanziaria o materiale per la loro donazione.
    - **Reward based** crowdfunding: identico al precedente, tranne che in questo caso è prevista una ricompensa di carattere materiale (beni o servizi), erogata in un momento successivo rispetto alla donazione.
    - **Equity** crowdfunding: la raccolta di fondi, sempre da un numero elevato di persone, avviene attraverso la vendita di una partecipazione all'impresa in cambio dell'investimento monetario.
    - **Crowdlending o social lending**: senza bisogno di un intermediario finanziario, ma sempre attraverso una piattaforma online, un grande numero d'individui presta denaro (in piccole quote individuali) a un'organizzazione, presupponendo che questo verrà ripagato con gli interessi.
  - **Titoli di solidarietà**: previsti espressamente dall'articolo 77 del Codice del Terzo Settore, sono obbligazioni (o altri titoli di debito) o certificati di deposito emessi, senza commissione di collocamento, da Istituti di Credito autorizzati ad operare nel territorio italiano. Gli emittenti sono obbligati a destinare l'intera raccolta al finanziamento di enti del Terzo Settore. Inoltre, gli stessi intermediari possono scegliere se erogare una somma, a titolo di contributo liberale, proporzionale all'ammontare nominale collocato dei titoli, agli enti del Terzo Settore più meritevoli, che ne faranno richiesta presentando un progetto per il sostegno delle proprie attività istituzionali.
  - **Bond**, a loro volta di tre tipi:
    - **Social Bond**: titoli obbligazionari, simili alle obbligazioni tradizionali ma i cui proventi sono destinati specificatamente al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura sociale.
    - **Green Bond**: titoli obbligazionari associati al finanziamento di progetti con ricadute positive in termini ambientali.

In Italia sia i social che i green bond possono essere emessi dallo Stato, da enti locali, enti sovranazionali e società (in questo caso si tratta delle c.d. obbligazioni societarie e possono essere emesse dalle S.p.A., S.a.p.a. e S.r.l. se lo statuto lo prevede, e dunque anche dalle cooperative con le medesime forme giuridiche).

    - **Mini (green) bond**: sono titoli di debito (obbligazioni, ma anche cambiali finanziarie) emessi da società quotate e non, o comunque società di capitale o cooperative aventi operatività propria (escludendo banche e assicurazioni), d'importo massimo fino a € 500 milioni. Permettono, principalmente alle piccole e medie imprese, di accedere a fonti di finanziamento alternative al credito tradizionale, riducendo la dipendenza dal sistema bancario. Nel 2017 in Italia 3 cooperative hanno emesso minibond (Osservatorio Minibond).
  - **Social Impact Bond (SIB)**: anche detto *Pay for Success* o *Pay per Benefits Bond* è uno strumento finanziario configurabile come una partnership tra diversi attori (pubblica amministrazione, enti del Terzo Settore e investitori) e finalizzata alla promozione di politiche pubbliche innovative. Più nel dettaglio si tratta di contratti bilaterali tra le parti coinvolte, attraverso i quali l'investitore raccoglie fondi dal settore privato per poi convogliarli alla copertura dei costi

operativi dell'ente del Terzo Settore che produrrà il bene, o erogherà il servizio pattuito con la pubblica amministrazione. Questa a sua volta, se gli obiettivi d'impatto sociale stabiliti nel contratto del SIB saranno raggiunti, ripagherà l'investitore. La remunerazione del capitale per l'investitore è dunque vincolata al raggiungimento di un determinato impatto sociale, che è misurato o dalla PA o da un valutatore indipendente. I SIB sono uno strumento di finanziamento complesso ma flessibile, per cui varie formule sono state sperimentate in tutto il mondo. In Italia sono documentati due soli casi di SIB: quello della casa circondariale di Torino "Lorusso-Cutugno" e quella dell'impianto di compostaggio dei rifiuti a Scampia (Napoli).

– **Community bond:** sono obbligazioni fruttifere destinate a investitori non accreditati, di piccole dimensioni e possono essere emesse solo da un'organizzazione senza scopo di lucro per il finanziamento. I community bond consentono alle organizzazioni senza scopo di lucro di ricevere fondi da investitori che vengono poi utilizzati per finanziare un progetto definito, come l'acquisto di un immobile. Gli investitori ricevono un documento obbligazionario che specifica come saranno rimborsati, l'importo e la frequenza dei pagamenti degli interessi. Il ritorno per l'investitore è composto dal rientro del capitale investito, dagli interessi e dall'impatto sociale positivo generato grazie al finanziamento.

– **Fondi d'investimento:** sono fondi con profili di rischio medio che prediligono investimenti obbligazionari in aziende sensibili ai temi di carattere sociale e soprattutto che non siano coinvolte in settori quali gli armamenti, tabacco, alcool, gioco d'azzardo. Alcuni di questi fondi destinano parte dei proventi come elargizioni liberali.

– **Fondi d'investimento filantropico:** sono fondi con devoluzione a scopo filantropico. Strutturati in maniera tale che l'ente beneficiario riceva un flusso di ricavi ricorrenti e continuativi nel tempo.

– **Social incubator/acceleratori:** sostengono attraverso mentori, strutture e fondi gli imprenditori che desiderano aprire un'impresa che produce un bene o servizio a impatto sociale.

– **Social business angels:** forniscono capitale ad alto rischio e mentoring a imprenditori sociali.

In questo lavoro, gli strumenti elencati sono stati classificati analizzandone 9 caratteristiche distintive:

– **L'inclusione** (o meno) nel testo della **riforma** del Terzo Settore.

– La **tipologia** dello strumento, cioè l'appartenenza a una delle tre macrocategorie individuate in precedenza (capitale di debito, capitale proprio o risorse gratuite a titolo definitivo).

– **L'oggetto** principale del **finanziamento**, indicando quindi se lo strumento finanziario è legato all'avvio dell'impresa, ad un progetto specifico, all'acquisizione di immobilizzazioni materiali e immateriali, o alla gestione della liquidità.

– La **maturità dell'organizzazione**, precisando la pertinenza dello strumento finanziario a una o più fasi del ciclo di vita dell'impresa sociale (stratup-nascita, crescita-sviluppo, maturità).

– Le **dimensioni**, valutando l'efficacia dello strumento relativamente alla dimensione dell'impresa.

– La **forma giuridica**: alcuni strumenti sono ideati per determinate tipologie di enti del Terzo Settore, mentre l'utilizzo di alcuni è riservato a

determinate forme giuridiche, pertanto vengono indicate limitazioni e peculiarità.

– L’impatto sulla **governance**: qualora uno strumento preveda l’ingresso formale o informale nella governance dell’impresa questo è indicato, segnalandone anche il grado.

– Il rapporto **rischio/rendimento** dello strumento finanziario: il rapporto tra rischio dello strumento finanziario e rendimento viene esplicitato, indicando approssimativamente il rendimento medio dello strumento e il rischio ad esso associato.

– Il potenziale di **crowding out**: si valuta il potenziale evidente di un effetto di crowding out sulle motivazioni intrinseche degli operatori e delle organizzazioni.

Per ciascuno strumento è stata analizzata ogni dimensione distintiva, generando una tabella tassonomica degli strumenti di finanza per il Terzo Settore (vedi Allegato A).

## 6. Rischio di *crowding out* legato al tipo di finanziamento

Dalla tabella tassonomica prodotta (vedi Allegato A) si possono evincere alcuni trend riguardanti il potenziale di crowding out negli strumenti di finanziamento a disposizione del Terzo Settore. Come introdotto nella *Sezione 3*, per ciascuna macro categoria di fonti di finanziamento (donazioni, capitale di debito e capitale di rischio) ci sono dei nodi cruciali ove è possibile riconoscere la minaccia di crowding out.

Le **donazioni** (5 per mille, fundraising tradizionale, e crowdfunding donation e reward based) sono la formula di finanziamento con il minimo rischio di crowding out. Le donazioni sono infatti slegate da qualsiasi forma di corrispettivo e pertanto non richiedono che i donatori entrino nella governance o che l’ente sia valutato ex-ante o ex-post. D’altro canto è pur vero che le donazioni ripetute nel tempo si fondano su un rapporto di reciproca fiducia ed è plausibile immaginare che grandi donatori richiedano trasparenza e rendicontazione a fronte di contributi finanziariamente consistenti. Pertanto potrebbero venirsi a creare delle situazioni in cui tra ente non profit e donatore c’è un disallineamento delle motivazioni e una possibile presenza di crowding out. Questa situazione però rimane ai margini del quadro, e non influenza la valutazione generale delle donazioni senza corrispettivo di scambio puntuale come lo strumento meno rischioso dal punto di vista del crowding out delle motivazioni intrinseche.

La classe del **capitale di debito** è invece più eterogenea e dal punto di vista del rischio di crowding out risulta essere più complessa. Gli strumenti come il credito tradizionale, mutualistico e il microcredito, rappresentano rischi minimali poiché non richiedono che l’ente non profit modifichi la sua mission e non ne misurano gli impatti sociali. Va ricordato inoltre che uno degli strumenti più frequentemente richiesti agli istituti di credito è quello degli anticipi su fatture o contratti: in questo caso l’intermediario finanziario fonda il suo rapporto con l’ente del Terzo Settore su relazioni economiche garantite da terzi e non ha alcun interesse a intervenire nelle decisioni del richiedente, e tantomeno di misurarne aspetti che esulano la mera sostenibilità finanziaria dello specifico anticipo.

Diversi sono invece gli strumenti innovativi di debito “sociale”, come il crowdlending e i community bond. Questi fondano la loro esistenza sul concetto di legame tra l’ente del Terzo Settore e la propria comunità di riferimento (sia essa territorialmente circoscritta o d’intenti), la quale attraverso una moltitudine di contributi riesce a garantire un prestito a condizioni vantaggiose e senza l’intervento di un intermediario finanziario tout-court. Questo fa sì che l’ente riesca a raccogliere più capitali rispetto a quelli che raccoglierebbe attraverso i canali tradizionali, ma dovendo rapportarsi con un creditore più esigente: infatti, chi presta fondi attraverso questi canali richiede non solo il rientro del capitale e il pagamento degli interessi (seppur minimi), ma pretende anche che la missione sociale sia raggiunta e rendicontata. Nonostante queste richieste d’impatto sociale non siano sempre formalmente incluse nei contratti di debito sociale, sono comunque fortemente vincolate dal rapporto fiduciario esistente tra ente e investitore paziente. Pertanto esiste un rischio lieve di crowding out, qualora le richieste dei finanziatori diventino eccessivamente pressanti o disallineate rispetto alla mission costitutiva dell’ente del Terzo Settore, soprattutto nel caso di ri-finanziamento (cioè quanto il rapporto è ripetuto e continuativo nel tempo e si rende necessario rinegoziare i termini del finanziamento).

Strumenti più complessi quali i social bond, green bond, mini bond e fondi d’investimento sono invece più distanti dalla missione sociale e dalla governance.

A metà strada tra queste due classi di capitale di debito si trovano i titoli di solidarietà e i fondi d’investimento filantropico. Questi sono strumenti finanziari complessi ma al contempo legati al mandato sociale dell’ente del Terzo Settore o a un progetto specifico. Di conseguenza i finanziatori potrebbero innescare meccanismi di crowding out legati alla misurazione dell’impatto sociale prodotto dall’ente.

Invece il **capitale proprio** come fonte di finanziamento è storicamente poco utilizzata nel Terzo Settore, sia a causa del vincolo alla distribuzione degli utili, sia perché gli investitori in equity non sono abitualmente pazienti, mentre le organizzazioni non profit necessitano di tempi solitamente lunghi per divenire redditizie e raggiungere la sostenibilità economica. Dunque l’equity crowdfunding, ma anche la figura del socio sovventore per le cooperative, i social business angels e gli incubatori sociali, rappresentano più un’eccezione che una parte integrante del sistema di finanziamento per gli enti del Terzo Settore. Ad ogni modo sono i casi con il profilo di rischio più alto per quanto riguarda il potenziale crowding out, poiché richiedono una partecipazione diretta alla governance dell’ente e questa, per non turbare gli equilibri, deve essere di tipo partecipativo e non impositivo.

Infine lo strumento più innovativo e interessante è quello dei **social impact bond** che, come abbiamo visto nel paragrafo precedente, a causa della sua multiforme sofisticazione rappresenta la sfida più complessa per il mondo della finanza del Terzo Settore. Infatti, a seconda che i contratti bilaterali sottoscritti e le scelte riguardanti la misurazione dell’impatto sociale siano o meno frutto di un accordo partecipativo tra le parti coinvolte, il SIB può potenzialmente essere lo strumento con il maggiore rischio di crowding out tra quelli attualmente disponibili.

Date queste condizioni, è dunque imperativo studiare quando e quanto sia condizionante la presenza di crowding out in ciascuna classe di strumenti finanziari per il Terzo Settore attraverso ricerche qualitative sul campo ed esperimenti di *behavioral economics* in laboratorio e sul campo in cui

l'interazione tra l'impresa sociale, variamente definita, e i suoi finanziatori, anch'essi variamente definiti, interagiscono attraverso l'adozione di diversi strumenti di finanziamento, per osservare gli effetti da un lato sul comportamento degli stakeholder tradizionali dell'impresa sociale cioè i lavoratori e i donatori (sia di lavoro volontario che di mezzi finanziari), dall'altro sull'effettiva disposizione ad investire capitale di rischio da parte dei finanziatori.



## BIBLIOGRAFIA

- Bengo, I. e Ratti, M. (2014). "Datemi una leva... .. Nuovi strumenti di filantropia e finanza per il sociale". *Rivista Impresa Sociale* – 4/1
- Borzaga, C. (2005), *L'impresa sociale*, in: Sacconi, L. (a cura di), *Guida critica alla responsabilità sociale e al governo d'impresa*, Bancaria Editrice.
- Calderini, M. e Chiodo, V. (2014). "La finanza sociale: l'impatto sulla dinamica domanda-offerta", *Rivista Impresa Sociale* - 4 / 11.
- Faillo, M. (2005), "Verso una maggiore complessità motivazionale• degli agenti economici: teoria ed evidenza empirica." *Impresa sociale* 4 (2005).
- Faillo, M., Ottone, S., e Sacconi, L. (2015). The social contract in the laboratory. An experimental analysis of self-enforcing impartial agreements. *Public Choice*, 163(3-4), 225-246.
- Fici, A. (2018). "La riforma del Terzo Settore e dell'impresa sociale. Una introduzione." Editoriale Scientifica, Napoli.
- Frey, B. S. (1997), *Not Just for the Money*, Books.
- Giudici, G., Boaro, M, Grisoni, A., Menna, M., Premoli, G. Steiner, E. e Tunesi, E. (2018). "Osservatorio Mini-Bond - 4° Report italiano sui Mini-Bond". Politecnico School of Management.
- Grimalda, G. e Sacconi, L. (2005), *The Constitution of the Not-for-Profit Organisation: Reciprocal Conformity to Morality*, *Constitutional Political Economy*, 16 (3), 249-276.
- Hansmann, H. B. (1980), The role of nonprofit enterprise. *The Yale law journal*, 89(5), 835-901.
- ISTAT (2011). "La rilevazione sulle istituzioni non profit: un settore in crescita", nota per la stampa.
- ISTAT (2017). "Censimento permanente delle Istituzioni non profit. Primi risultati", nota per la stampa.
- Kay, A. C., e Ross, L. (2003). The perceptual push: The interplay of implicit cues and explicit situational construals on behavioral intentions in the Prisoner's Dilemma. *Journal of Experimental Social Psychology*, 39(6), 634-643.
- Liberman, V., Samuels, S. M., e Ross, L. (2004). The name of the game: Predictive power of reputations versus situational labels in determining prisoner's dilemma game moves. *Personality and social psychology bulletin*, 30(9), 1175-1185.
- Sacconi, L., e Faillo, M. (2010). Conformity, reciprocity and the sense of justice. How social contract-based preferences and beliefs explain norm

compliance: the experimental evidence. *Constitutional Political Economy*, 21(2), 171-201.

Sacconi, L., Faillo, M., e Ottone, S. (2011). Contractarian Compliance and the 'Sense of Justice': A Behavioral Conformity Model and Its Experimental Support. *Analyse & Kritik*, 33(1), 273-310.

Ubi Banca (2016), Osservatorio UBI Banca sulla finanza e sul Terzo Settore, Quinta Edizione, Indagine sui fabbisogni finanziati della cooperazione sociale e ibridi organizzativi.

Ubi Banca (2017), Osservatorio UBI Banca sulla finanza e sul Terzo Settore, Quinta Edizione, Indagine sui fabbisogni finanziati della cooperazione sociale e associazionismo.

Weisbrod, B. A. (1986), Toward a theory of the voluntary nonprofit sector in a three-sector economy, in: Rose Ackerman S. (ed), *The economics of nonprofit institutions*, Oxford University Press.

## ALLEGATO A

NOME dello STRUMENTO per il FINANZIAMENTO	RIFORMA	TIPO	OGGETTO del FINANZIAMENTO	MATURITA'	DIMENSIONI	FORMA GIURIDICA	GOVERNANCE	RENDIMENTO	CROWDING OUT
Nome e breve descrizione dello strumento	Si indica se previsto esplicitamente dalla riforma del Terzo Settore	Si indica la tipologia di strumento finanziario: debito (D), equity (E), donazione (O)	Si evidenzia se lo strumento finanziario è legato alla creazione dell'impresa (C), progetto specifico (P), all'acquisizione di immobilizzazioni materia e immateriali (I) o è necessario per la gestione della liquidità (L)	Si specifica la pertinenza dello strumento finanziario alla fase del ciclo di vita dell'impresa sociale. Startup (S), Crescita (C), Maturità (M)	Si indica se lo strumento è indicato per enti di dimensioni piccole, medie o grandi	L'adozione di alcuni strumenti è vincolata alla forma giuridica dell'ente del terzo settore. Viene indicata la forma giuridica rilevante.	Viene segnalato l'impatto sulla governance dell'impresa sociale.	Sono evidenziati rendimenti che si discostano dai rendimenti medi per strumenti simili	Si valuta il potenziale evidente di un effetto di crowding out sulle motivazioni intrinseche degli operatori e delle organizzazioni.
<b>Credito tradizionale/mutualistico/microcredito:</b> la quasi totalità delle organizzazioni del terzo settore ha rapporti con più istituti bancari e utilizza gli strumenti tipicamente impiegati dalle piccole e medie imprese (conti correnti, fidi, prestiti, mutui eccetera) senza grosse specificità di settore.	-	D	C - P - I - L	S - C - M	qualsiasi	-	minimo	Tassi d'interesse variabili a seconda dello prodotto, inferiori per il microcredito rispetto ad altre forme	minimo
<b>5 per mille</b> - si tratta della possibilità data ai contribuenti (persone fisiche) di destinare il 5 per mille della propria aliquota IRPEF a favore di un ente iscritto in elenchi speciali o a favore di una determinata finalità d'interesse sociale.	SI	O	P - I	C - M	qualsiasi	Iscritti al registro unico ma a partire dal 2019	minimo	nessun rendimento	minimo, i fondi si ricevono due anni dopo la firma della donazione del 5 per mille
<b>Fundraising:</b> l'articolo 7 del Codice del Terzo Settore prevede e riconosce espressamente la raccolta di fondi come un "complesso delle attività e iniziative poste in essere da un ente del Terzo settore al fine di finanziare le proprie attività di interesse generale, anche	SI	O	C - P - I	S - C - M	qualsiasi	-	minimo	nessun rendimento	minimo

attraverso la richiesta a terzi di lasciti, donazioni e contributi di natura non corrispettiva”.									
<b>Crowdfunding donation based</b> - è una raccolta diretta di fondi, tramite piattaforme tipicamente on-line, costituita attraverso piccoli contributi di gruppi molto numerosi d’individui, i quali non ricevono alcuna compensazione finanziaria o materiale per la loro donazione.	-	O	C - P - I	S - C - M	piccoli enti ed organizzazioni	-	minimo, è al pari di una donazione liberale	nessun rendimento	minimo
<b>Reward based crowdfunding</b> - identico al crowdfunding donation based, tranne che in questo caso è prevista una ricompensa di carattere materiale (beni o servizi), erogata in un momento successivo rispetto alla donazione.	-	O	C - P - I	S - C - M	piccoli enti ed organizzazioni	-	minimo, è al pari di una donazione liberale	nessun rendimento	minimo
<b>Equity Crowdfunding</b> - la raccolta di fondi, sempre da un numero elevato di persone, avviene attraverso la vendita di una partecipazione all’impresa in cambio dell’investimento monetario.	-	E	C	S	piccoli enti ed organizzazioni	Imprese Sociali	partecipando al capitale di rischio c’è un’influenza sulla governance. In prospettiva con questo strumento l’impresa sociale potrebbe trasformarsi in impresa di comunità.	come previsto dalla nuova normativa del terzo settore, è possibile una distribuzione degli utili con limiti del 50% o 30%, e con un rendimento massimo pari ai buoni postali aumentati del 2.5%	alto
<b>Crowdlending/Social Lending</b> - senza bisogno di un intermediario finanziario, ma sempre attraverso una piattaforma online, un grande numero d’individui presta denaro (in piccole quote individuali) a un’organizzazione, presupponendo che questo verrà ripagato con gli interessi	SI	D	P	S - C - M	piccoli enti ed organizzazioni	-	minimo - esiste un rating ex-ante che verifica il livello di rischio dell’investimento	Dal 3 al 5%	minimo

<p><b>Titoli di solidarietà</b> - previsti espressamente dall'articolo 77 del Codice del Terzo Settore, sono obbligazioni (o altri titoli di debito) o certificati di deposito emessi, senza commissione di collocamento, da Istituti di Credito autorizzati ad operare nel territorio Italiano. Gli emittenti sono obbligati a destinare l'intera raccolta al finanziamento di enti del Terzo Settore. Inoltre, gli stessi intermediari possono scegliere se erogare una somma, a titolo di contributo liberale, proporzionale all'ammontare nominale collocato dei titoli, agli enti del terzo settore più meritevoli, che ne faranno richiesta presentando un progetto per il sostegno delle proprie attività istituzionali.</p>	SI	O	P - I - L	S - C - M	tutte	-	minimo - è uno strumento di raccolta, che passa attraverso istituti di credito	corresponsione, almeno annuale, di interessi il cui ammontare sarà commisurato in misura almeno pari, al maggiore tra il tasso rendimento lordo annuo di certificati di deposito dell'emittente, aventi analoghe caratteristiche e durata, emessi nel trimestre solare precedente la data di emissione dei titoli e il tasso di rendimento lordo annuo dei titoli di Stato, con vita residua simile a quella dei titoli. Correntemente circa al <b>2%</b>	potenziale
<p><b>Green Bond</b> - titoli obbligazionari associati al finanziamento di progetti con ricadute positive in termini ambientali. In Italia sia i social che i green bond possono essere emessi dallo stato, enti locali, enti sovranazionali e società (in questo caso si tratta delle c.d. obbligazioni societarie e possono essere emesse dalle s.p.a., s.a.p.a. e s.r.l. se lo statuto lo prevede, e dunque anche dalle cooperative con le medesime forme giuridiche)</p>	-	D	P - I - L	S - C - M	grandi imprese	s.p.a., s.a.p.a., s.r.l.	minimo - è uno strumento di raccolta, che passa attraverso intermediari finanziari	cedola annuale di circa 1.2%, pagabile mensilmente o trimestralmente, rimborso del capitale a scadenza (durate variabili)	potenziale

<p><b>Social Bond</b> - titoli obbligazionari, simili alle obbligazioni tradizionali ma i cui proventi sono destinati specificatamente al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura sociale.</p>	-	D	P - I - L	S - C - M	medie grandi imprese	s.p.a., s.a.p.a., s.r.l.	minimo - è uno strumento di raccolta, che passa attraverso istituti di credito	cedola annuale di circa 1.2%, pagabile mensilmente o trimestralmente, rimborso del capitale a scadenza (durate variabili)	potenziale
<p><b>Social Impact Bond</b> - anche detto Pay for Success o Pay per Benefits Bond è uno strumento finanziario configurabile come una partnership tra diversi attori (pubblica amministrazione, enti del terzo settore e investitori) e finalizzata alla promozione di politiche pubbliche innovative. Più nel dettaglio si tratta di contratti bilaterali tra le parti coinvolte, attraverso i quali l'investitore raccoglie fondi dal settore privato per poi convogliarli alla copertura dei costi operativi dell'ente del terzo settore che produrrà il bene, o erogherà il servizio pattuito con la pubblica amministrazione. Questa a sua volta, se gli obiettivi d'impatto sociale stabiliti nel contratto del SIB saranno raggiunti, ripagherà l'investitore.</p>	-	D	P - I	C - M	organizzazioni di medie dimensioni goal oriented	-	dipende dai contratti bilaterali stipulati tra le parti	variabile come il prezzo di un'azione, che cambia (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.	alto
<p><b>Mini Bond / Mini Green Bond</b> - sono titoli di debito (obbligazioni, ma anche cambiali finanziarie) emessi da società quotate e non, o comunque società di capitale o cooperative aventi operatività propria (escludendo banche e assicurazioni), d'importo massimo fino a € 500 milioni. Permettono, principalmente alle piccole e</p>	-	D	P - I - L	C - M	tutte	cooperative, impresa sociale	minimo	rendimento medio 5.15%	potenziale

<p>medie imprese, di accedere a fonti di finanziamento alternative al credito tradizionale, riducendo la dipendenza dal sistema bancario. Nel 2017 in Italia 3 cooperative hanno emesso minibond (Osservatorio Minibond).</p>									
<p><b>Community bond</b> - sono obbligazioni fruttifere destinate a investitori non accreditati, di piccole dimensioni e possono essere emesse solo da un'organizzazione senza scopo di lucro per il finanziamento. I community bond consentono alle organizzazioni senza scopo di lucro di ricevere fondi da investitori che vengono poi utilizzati per finanziare un progetto definito, come l'acquisto di un immobile. Gli investitori ricevono un documento obbligazionario che specifica come saranno rimborsati, l'importo e la frequenza dei pagamenti degli interessi. Il ritorno per l'investitore è composto dal rientro del capitale investito, dagli interessi e dall'impatto sociale positivo generato grazie al finanziamento.</p>	-	D	P - I	C - M	tutte	-	minimo	rendimenti medio 4,5%	potenziale
<p><b>Fondi d'investimento</b> - fondo con profilo di rischio medio e predilige l'investimento obbligazionario in aziende sensibili ai temi di carattere umanitario e sociale e che non siano coinvolte in settori quali quello delle armi, del tabacco, dell'alcool, del gioco d'azzardo. Alcuni fondi</p>	-	D	P - I - L	C - M	favorisce principalmente le imprese medio grandi	favorisce le imprese che possono emettere obbligazioni (v.sopra)	potenziale	in linea con il mercato, rischio ridotto	potenziale

destinano parte del guadagno come donazioni									
<b>Fondi d'investimento filantropico</b> - i fondi con devoluzione a scopo filantropico sono strutturati in modo da assicurare all'ente benefico un flusso di ricavi ricorrenti nel tempo, che consentirebbe agli investitori di sostenere l'ente del terzo settore in maniera continuativa, investendo in un prodotto finanziario con un basso livello di rischio e una liquidità giornaliera.	-	O	P - I	C - M	tutte	-	minimo, è al pari di una donazione liberale	in linea con il mercato, rischio ridotto	potenziale
<b>Social incubators/accelerators facility</b> - sostengono gli imprenditori che desiderano aprire un'impresa/iniziativa che produce un bene comune, attraverso mentors, strutture e fondi	-	D	C	S	PMI	-	alto	dipende dall'impresa sociale, comunque limitato ai vincoli di distribuzione degli utili	alto
<b>Social Business Angels</b> - forniscono capitale ad alto rischio e mentoring ad imprenditori sociali	-	D	C	S	PMI	-	alto	dipende dall'impresa sociale, comunque limitato ai vincoli di distribuzione degli utili	alto