



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**SOCIAL IMPACT BONDS: FUNZIONAMENTO, CRITICITÀ E
APPLICAZIONI**

RELATORE:

CH.MO PROF. CESARE DOSI

LAUREANDO: ETTORE COLA

MATRICOLA N. 1141548

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

Sommario

Introduzione	4
1. I Social Impact Bond	5
1.1. Impact Investing: peculiarità	6
1.2. Il mercato dell' <i>Impact Investing</i>	7
1.3. Schema di funzionamento dei <i>Social Impact Bond</i>	9
1.4. Misurare l'impatto sociale	10
1.5. Aspetti critici dei SIB	13
1.6. Le asimmetrie informative e la ripartizione del rischio	14
2. I Social Impact Bond nella teoria dell'agenzia	16
2.1 Modello <i>fixed investment</i>	18
2.2 Analisi dei SIB attraverso il modello <i>fixed Investment</i>	22
3. Un'applicazione del Social Impact Bond: caso sul penitenziario di Peterborough	26
3.1 UK: Penitenziario di Peterborough	26
3.2 I Risultati	29
Considerazioni finali	31
Riferimenti bibliografici	34

Si ringrazia il dott. Alessandro Asmundo del Forum della Finanza Sostenibile per avermi concesso un'intervista utile alla scrittura di questo elaborato e alla comprensione dei Social Impact Bond e del mercato dell'Impact Investing.

Introduzione

Cosa succederebbe se i fondi pensione, gli *asset manager*, e gli investitori privati in generale, mentre compiono il loro lavoro, aiutassero a proteggere l'ecosistema, a ridurre la povertà o semplicemente a migliorare la società nel suo complesso? Questa è stata la domanda a cui i fautori dell'*impact investing* hanno cercato di rispondere, ideando progetti che coniugassero il ritorno economico di un investimento con un ritorno sociale e/o ambientale che generasse utilità sia per la società sia per l'investitore.

La Rockefeller Foundation, che per prima ha coniato il termine nel 2007, non si sarebbe mai aspettata un tale interesse: il mercato dell'*Impact Investing* sta vivendo infatti una crescita a doppie cifre e negli ultimi decenni l'idea di questo "dividendo misto" ha portato molti governi a cercare di finanziare, almeno in parte, con fondi privati politiche di welfare innovative.

Una delle risposte più recenti, se non la più recente, è stata l'ideazione dei cosiddetti *Impact bond*, nuovi strumenti finanziari che, rifacendosi ai meccanismi di *Payment-by-results*, già in voga nei paesi anglosassoni dagli anni Novanta, sembrano in grado di coniugare il ritorno economico per gli investitori privati ad un ritorno sociale e/o ambientale misurabile.

Attualmente esistono due tipologie principali di *Impact bond*, quelli che hanno come obiettivo un miglioramento ambientale, denominati *Environmental impact bond*, e quelli che invece hanno un compito sociale, i *Social Impact Bond*.

Questo elaborato si prefigge l'obiettivo di analizzare solamente lo strumento finanziario dei *Social Impact Bond*, utilizzando la più recente letteratura economica in ambito internazionale e italiano. Si delineeranno il contesto dello strumento, le sue caratteristiche e criticità.

Il lavoro è organizzato come segue. Nel primo capitolo si indagherà il contesto in cui lo strumento nasce, ossia l'*Impact Investing*; verranno quindi spiegati il funzionamento dello strumento, i vari metodi per analizzare i risultati ottenuti e gli aspetti critici dello stesso.

Nel secondo capitolo l'indagine si concentrerà sullo studio del *Social Impact Bond* nel contesto dell'*agency theory*. Verrà dapprima delineato il modello *fixed investment*, con i relativi assunti, e successivamente verrà adoperato per spiegare l'*agency theory* e i problemi teorici e pratici che affliggono lo strumento.

Nel capitolo finale verrà esposto il caso del primo *Social Impact Bond* mai creato, quello del carcere di Peterborough nel Regno Unito: ne verranno delineate le finalità, il funzionamento e i risultati. Verrà data particolare enfasi alle similitudini tra le problematiche viste in ambito teorico e quelle che si sono poi verificate nello sviluppo pratico dello strumento.

Capitolo 1

I Social Impact Bond

I *Social Impact Bond* (SIB) sono uno strumento finanziario sviluppato all'inizio degli anni 2000 nel Regno Unito, come diretta conseguenza di un dibattito politico sulle erogazioni statali di prestazioni sociali, iniziato negli anni '70 del Novecento. Questo dibattito, come descritto da Harvey (2000) si è sviluppato a seguito dell'ondata liberista, culminata nell'elezione di Margaret Thatcher e Ronald Reagan, di cui, uno degli scopi, era la progressiva riduzione della spesa pubblica per il welfare.

È in questo contesto che si è iniziato a guardare al terzo settore come partner della pubblica amministrazione sviluppando, dapprima, meccanismi *performance based*, il cui principio è il legame tra remunerazione e risultato ottenuto. Successivamente questo metodo è entrato nell'ambito finanziario con gli strumenti oggetto di questa analisi: i *Social Impact Bond*.

Il *Social Impact Bond* può essere definito come una partnership tra più attori, costruita tramite contratti bilaterali tra di essi, finalizzata alla raccolta di capitali privati per lo sviluppo di politiche pubbliche innovative (Fondazione Cariplo, 2013). Lo strumento si fonda sull'idea cardine che un investimento in un progetto preventivo, e non ex-post, come di consueto avviene, potrebbe generare un risparmio economico per la pubblica amministrazione, nonché fornire un servizio di welfare alla comunità.

Sono opportune ulteriori precisazioni: il termine “*bond*” non deve essere inteso in senso restrittivo come strumento obbligazionario, ma piuttosto con il significato italiano di “legame” tra investimento e impatto sociale generato. Di fatto, i SIB sono contratti pro-futuro su *outcomes* sociali (OECD, 2016). Inoltre, l'elemento caratterizzante non è il meccanismo *Payment-by-Results* che, come precedentemente accennato, era già in voga nei paesi anglosassoni dagli anni '90 del Novecento ma il fatto che gli investitori risultano “socialmente orientati”, ossia perseguono un obiettivo misto secondo la matrice di Nicholls (2010), che si approfondirà successivamente.

Prima di delineare il funzionamento dello strumento è doveroso fare una breve approfondimento sul contesto più ampio dell'*Impact Investing* o anche conosciuto come Finanza Sociale d'Impatto di cui i *Social Impact Bond* sono lo strumento, almeno teoricamente, costruito ad hoc. Nel presente capitolo si andranno ad analizzare, da prima le caratteristiche principali dell'*Impact Investing* e, successivamente, ci si concentrerà sui SIB delineandone caratteristiche, funzionamento e criticità.

1.1. Impact Investing: peculiarità

I problemi che la nostra società ha affrontato e sta affrontando negli ultimi decenni, tra cui la crisi finanziaria del 2008, i cambiamenti climatici e le difficoltà nel finanziare politiche di welfare, stanno portando ad un riesame del sistema economico in cui viviamo, con peculiare enfasi da parte della generazione dei cosiddetti *millennials* (Belaisch, 2019).

In particolare, in ambito finanziario, è andata prendendo corpo l'idea che un investimento non debba essere valutato solo sulla base del ritorno economico, ma che, nell'equazione debbano rientrare anche altri parametri di natura etica e se possibile anche un ritorno per la comunità. È in questo contesto che gli operatori finanziari hanno cercato di rispondere a questa domanda della società con un approccio *market-based*: l'*Impact Investing*.

Gli investimenti d'impatto vengono definiti dal Global Impact Investing Network (GIIN) come: "investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intento di generare un impatto sociale e ambientale misurabile e in grado, allo stesso tempo, di produrre un ritorno economico per gli investitori".

Secondo la letteratura in materia, i beneficiari di questi finanziamenti sono prevalentemente imprese no profit, che riescono a coniugare l'aspetto economico e sociale garantendo di massimizzare l'efficienza operativa senza diminuire la qualità del servizio offerto, ossia, usando una locuzione inglese, "*doing business while doing good*". Tuttavia, in materia di investitori, la letteratura non è altrettanto chiara e completa. Nel presente lavoro ci rifaremo alla matrice di Nicholls, sulla quale gli investitori vengono classificati secondo aspettative e motivazioni, attraverso due direttrici: la finalità del progetto (*Investor rationality*) e il valore realizzato (*Investment logic*). La prima riguarda il compimento di obiettivi sociali oggettivamente misurabili del progetto la seconda invece riguarda i rendimenti che l'investitore trae dal progetto. Questo approccio permette di identificare come il risultato dell'investimento non coincida completamente con il ritorno economico, essendo una parte costituita dall'impatto sociale. Quindi, per capire le motivazioni del finanziatore bisogna considerare il focus sul progetto specifico e l'aspettativa sul rendimento come non coincidenti. Ne consegue che l'*Impact Investing* viene intrapreso da investitori che finanziano soggetti con un obiettivo misto (dividendo sociale e remunerazione economica) quali le imprese sociali e cooperative sociali (Nicholls, 2010).

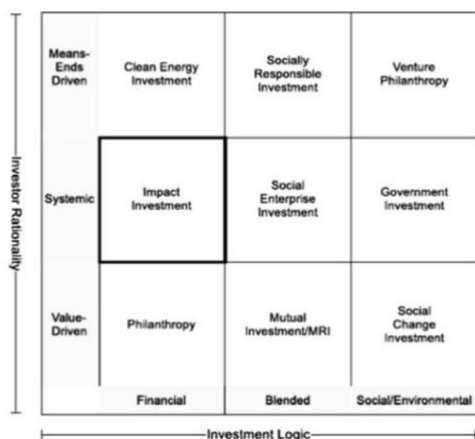


Figura 1 - Matrice di Nicholls; Fonte: Nicholls, 2010

1.2. Il mercato dell'Impact Investing

Si stima che l'Impact Investing conti più di 1340 organizzazioni che gestiscono un patrimonio totale di \$502 miliardi (GIIN, 2019) e sta crescendo rapidamente: basti pensare che nel 2013 non superava i 25 miliardi di dollari (World Economic Forum, 2013).

Il mercato è caratterizzato da una grande variabilità tra le grandezze dei portafogli d'impatto gestiti: vi sono molte organizzazioni relativamente piccole e pochi grandi investitori che gestiscono patrimoni cospicui. Basti pensare che la mediana dei portafogli è di \$29 milioni mentre la media di \$452 milioni.

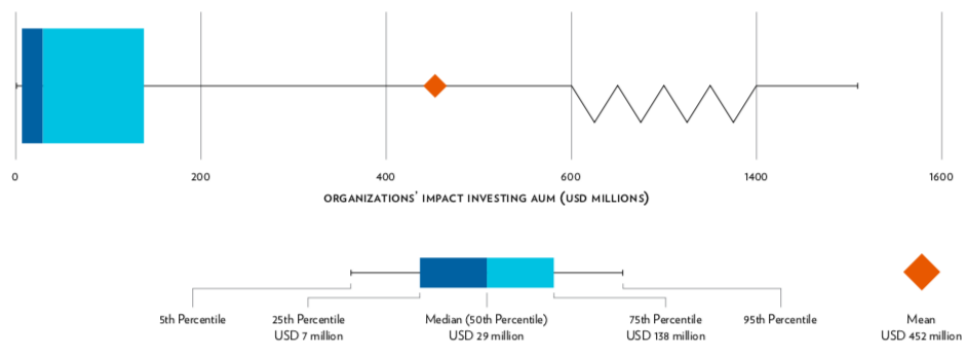


Figura 2 - Distribuzione delle grandezze dei portafogli ad impatto sociale; Fonte: GIIN "Sizing the impact investing market".

Gli investimenti sono prevalentemente rilevanti nei settori dell'energia, dei servizi finanziari, delle infrastrutture e del cibo. La maggior parte degli asset (56%) è investito nei paesi emergenti con America Latina e Africa Subsahariana come mete principali. Gli investimenti hanno una dimensione media relativamente piccola di solo \$3,2 milioni con una durata media tra i 6 e gli 8 anni. Variano da quelli con remunerazioni *market-rate* (66%) a quelli che come obiettivo hanno la semplice conservazione del capitale (*capital preservation*) (GIIN, 2019).



Figura 3 – Remunerazioni degli investimenti; Fonte: GIIN 2019 “Annual Impact Investors Survey”.

Secondo i dati più recenti la maggior parte degli investimenti è effettuata attraverso gli 800 *impact funds*, che compongono circa il 51% del mercato. Questi sono sviluppati seguendo il modello dei *venture capital funds*, ossia costruendo una struttura retributiva che remunera il raggiungimento dell’obiettivo nell’investimento. Data la complessità nella misurazione dell’impatto e il tempo necessario per ottenerla sono state create delle strutture di compensazione innovative. Ad esempio, dei bonus intermedi che aumentano al progressivo raggiungimento di obiettivi a breve termine, e viene fatta salva l’erogazione di un bonus maggiore al completamento del progetto. Per ottenere la compensazione i fondi possono avere specifici obiettivi di impatto da rispettare, il che equivale a inserire una penalità nello schema (Belaish, 2019).

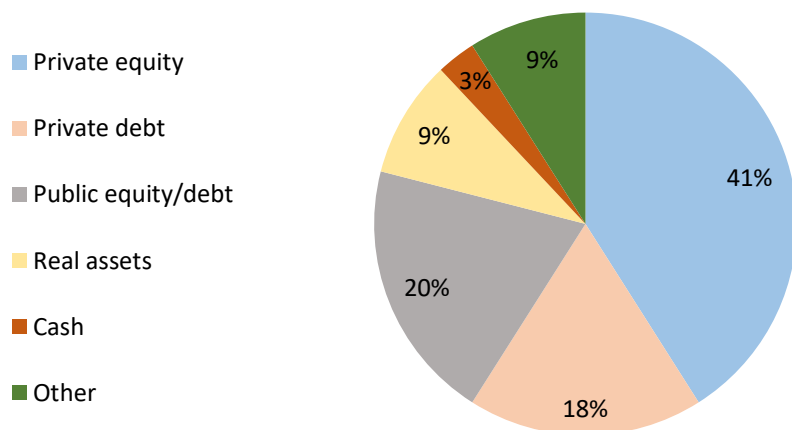


Figura 4 - Investitori d’impatto; Fonte: Belaisch (2019)

Gli strumenti finanziari prevalentemente scelti sono di *private equity* e di debito (Figura 5a). Questo rende l’*Impact Investing* un’attività prevalentemente inerente al *private market*¹, in cui i contratti finanziari sono adattati alla specificità del progetto. Azioni e obbligazioni quotati

¹ “Private markets refer to investments not traded on a public exchange or market.” (Aberdeen standard Investments)

sono utilizzati esclusivamente per investimenti effettuati in economie avanzate. La maggioranza degli investimenti è effettuata da compagnie in stato di crescita (*grown-stage*) (35%) o già mature (54%). La piccola quota di attività investite in società di venture capital o al cosiddetto *seed-stage* è in parte dovuta al fatto che queste società necessitano di minori importi di finanziamento (GIIN, 2019) (Figura 5b).

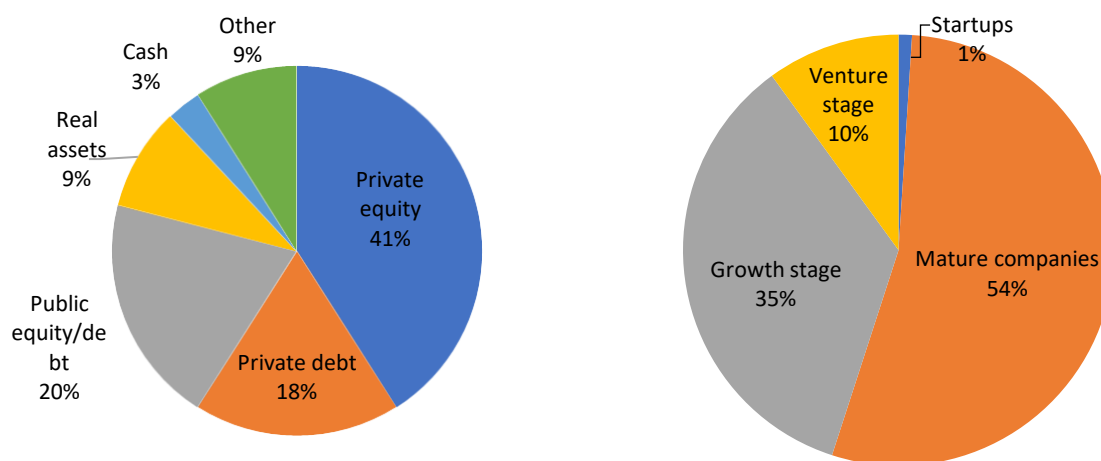


Figura 5a (sinistra) - Strumenti Utilizzati; Figura 5b (destra) - Tipologie di investitori; Fonte: GIIN (2019)

Attualmente sono attivi 137 Social Impact Bond nel mondo che hanno raccolto più di \$440 milioni (Social Finance, 2019). Rappresentano quindi ancora una parte minoritaria del mercato e questo a causa della novità dello strumento e della sua complessità realizzativa, come evidenziato nei successivi paragrafi.

1.3. Schema di funzionamento dei *Social Impact Bond*

Come già citato il SIB è una partnership tra più *player* finalizzata all'utilizzo di capitale privato per promuovere politiche pubbliche innovative promettenti un impatto sociale positivo. Viene definito da Barclay e Simons (2013) come: "Un contratto con l'amministrazione pubblica, in cui quest'ultima si impegna ad effettuare un pagamento a fronte del miglioramento di risultati sociali. Sulla base di questo contratto vengono raccolte risorse da investitori socialmente orientati. Questo investimento è utilizzato per realizzare un mix di interventi che hanno l'obiettivo di migliorare i risultati sociali. Se l'obiettivo viene raggiunto, gli investitori ricevono risorse dalla pubblica amministrazione. Viene restituito l'investimento iniziale, più un ritorno finanziario. Il ritorno è commisurato al grado dei miglioramenti ottenuti."² (traduzione di Del Giudice, 2015).

² "A SIB is a contract with the public sector in which it commits to pay for improved social outcomes. On the basis of this contract, investment is raised from socially motivated investors. This investment is used to pay for a range of interventions to improve social outcomes. If social outcomes improve, investors will receive payments

Alla luce di questa definizione, si andrà ora ad analizzare lo schema di funzionamento “classico” dei SIB, sinteticamente riassunto in figura 6

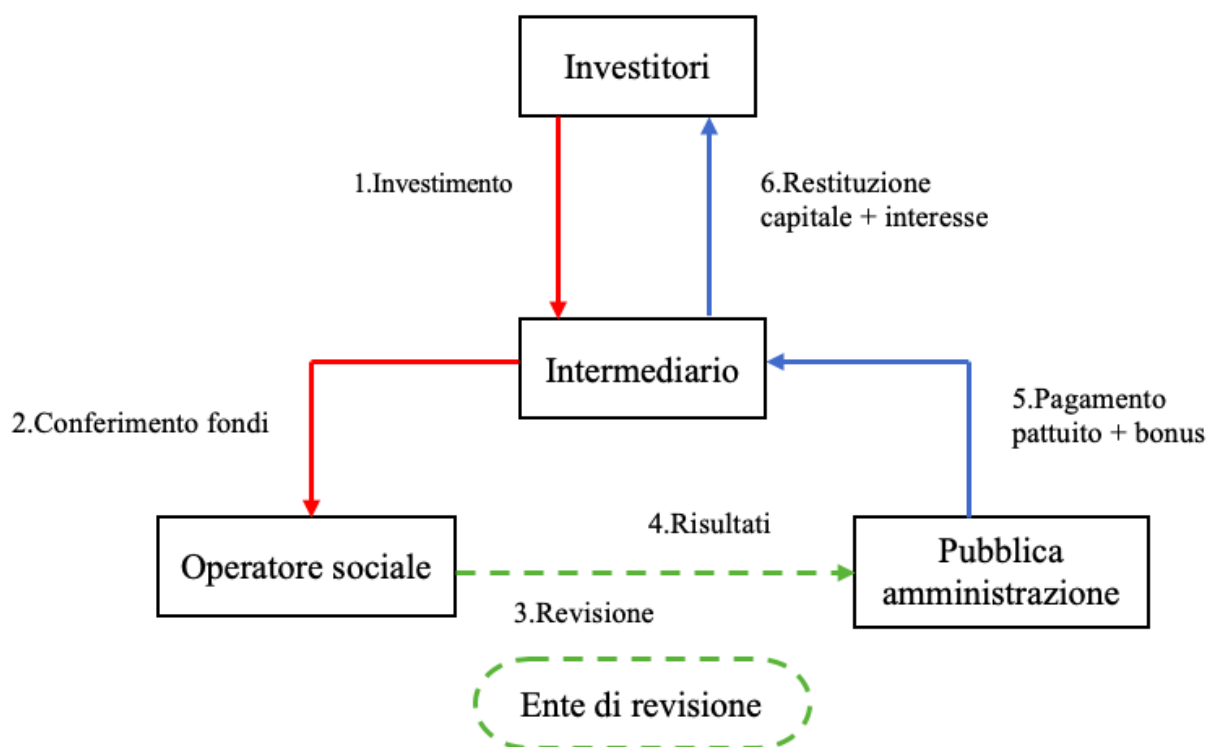


Figura 6 - Schema *Social Impact Bond*

Il *Social Impact Bond* è costituito dalle relazioni bilaterali di cinque attori principali: amministrazione pubblica (PA), intermediario (INT), investitori (IN), operatore sociale (OS) e ente di revisione (AU).

Lo strumento nasce dalla necessità di affrontare un problema sociale con misure innovative di carattere preventivo, difficilmente implementabili dalla pubblica amministrazione data la scarsità di risorse e l'avversione al rischio (Van Slyke, 2013). Data questa domanda, entrano nello schema gli operatori sociali, che tramite dati e rilevazioni statistiche affidabili devono dimostrare di essere in grado di implementare un progetto con le caratteristiche richieste dalla PA. Per candidarsi e reperire le risorse necessarie al progetto, gli operatori sociali devono fare affidamento su un intermediario specializzato che si occuperà della raccolta dei fondi ma anche di coordinare i rapporti tra i vari attori del *Social Impact Bond*.

Lo strumento vero e proprio nasce da un accordo tra pubblica amministrazione e l'intermediario che ha, generalmente, il compito di promotore del SIB presso tutti gli altri attori. Il ruolo dell'intermediario è estremamente delicato perché dovrà cercare di creare un rapporto

from government. These payments repay the initial investment plus a financial return. The financial return is dependent on the degree to which outcomes improve”

di fiducia tra i vari *player*. Il progetto, se mostra i requisiti necessari di economicità e fattibilità, viene valutato dalla PA, che stipula un contratto in cui si impegna, se i risultati, decisi ex-ante, vengano realizzati, a corrispondere all'intermediario una somma fissa derivante dalla riduzione di costi dovuta alla minor richiesta di servizi sociali ex-post. Qualora gli obiettivi minimi non fossero raggiunti, la PA non è tenuta al pagamento. Una volta approvato il progetto l'intermediario avrà il compito di raccogliere i fondi necessari all'operatore sociale per erogare il servizio, è in questa fase che entrano nello schema gli investitori, i quali, basandosi sulle informazioni fornite dall'intermediario, decideranno se finanziare o meno il progetto (1. Investimento). Quindi, gli IN, se convinti dal progetto, stipulano un contratto con l'INT, a cui conferiscono i finanziamenti necessari, e se il progetto ha l'esito sperato allora questi, dopo che l'intermediario ha ricevuto il pagamento della PA, verranno remunerati con la restituzione del capitale conferito maggiorato dell'interesse (6. Restituzione capitale + interesse). Una volta ricevuti, i finanziamenti verranno girati all'operatore sociale (2. Conferimento fondi), che implementerà il servizio ad impatto sociale stabilito.

Questi operatori sono cooperative sociali o imprese sociali, quindi enti senza finalità di lucro. Il fornitore del servizio assume un'obbligazione di mezzi e non di risultato, non è quindi tenuto a sostenere alcun costo aggiuntivo se il programma non ottiene il risultato sperato. Durante lo svolgimento del progetto sarà compito dell'INT monitorare l'avanzamento del lavoro, comunicando periodicamente con investitori e pubblica amministrazione i relativi progressi. Questo potere di *monitoring* permette all'intermediario di disporre della facoltà di chiedere aggiustamenti in itinere al progetto, se non sta ottenendo i risultati intermedi sperati.

Terminato il progetto l'istituto preposto alla valutazione, scelto per la sua terzietà, solitamente un'università o ente di ricerca terzo, dovrà pronunciarsi stabilendo se il progetto ha raggiunto il *trigger point* che fa scattare la remunerazione (3. Revisione; 4. Risultati). In caso di successo la PA remunera l'INT che poi a sua volta pagherà gli investitori (5. Pagamento pattuito + bonus). Di norma è previsto che l'intermediario, oltre al compenso fisso pattuito, riceva dalla PA un premio commisurato al risultato ottenuto.

Per quanto concerne la PA la remunerazione è costituita da due componenti: una, di carattere sociale, legata alla buona riuscita del progetto nell'aiutare i soggetti coinvolti; la seconda, di carattere economico, deriva dalla riduzione di costo che si ha dall'esternalizzare un'attività sociale a enti terzi più efficienti, gli operatori sociali, e inoltre dal fatto che, essendo i progetti intrapresi solitamente di carattere preventivo, si ha una riduzione di costo derivante dalla diminuzione di richiesta di politiche sociali ex-post.

Così com'è strutturato sembrerebbe garantire a tutti gli attori uno schema *win-win*, purtroppo vi sono alcune difficoltà riguardanti la propensione all'investimento dei finanziatori potenziali.

Gli investitori, infatti, di per sé sono scettici verso forme di investimento innovative; inoltre mancano adeguati meccanismi di monitoraggio e condivisione del rischio (Disley e altri, 2011). Questi argomenti verranno trattati più approfonditamente nel paragrafo 1.5.

1.4. Misurare l'impatto sociale

La misurazione dell'impatto sociale è un aspetto cardine per i SIB come, d'altronde per tutti gli schemi *payment-by-results*. Il processo di misurazione si compone in tre passaggi: individuare una popolazione di riferimento, identificare una o più variabili d'impatto e stimare il valore economico generato. Identificare la popolazione di riferimento è semplice, in quanto il problema sociale su cui si vuole intervenire identifica la popolazione stessa, è tuttavia più complesso selezionare il gruppo di trattamento all'interno della popolazione.

La scelta del gruppo deve essere svolta evitando la selezione avversa dei beneficiari, ossia escludendo quei soggetti il cui trattamento sarebbe più complesso da realizzare, garantendo così la buona riuscita del progetto, ma liberandosi di quei casi in cui l'impatto sociale potrebbe essere più necessario. In questa fase vi è un *trade-off* tra numerosità dei soggetti e costo, in quanto maggiore è il numero dei soggetti maggiori sono i costi per l'intervento ma con un numero di soggetti troppo ridotto verrebbe meno la significatività statistica necessaria per la valutazione. Nella scelta della variabile o delle variabili deve essere applicato il criterio di addizionalità, ovvero discernere quegli aspetti di miglioramento della qualità della vita misurabili attraverso opportuni metodi controfattuali³.

Per compiere questa analisi il confronto deve essere eseguito secondo i metodi statistici suddivisibili in tre categorie: sperimentali, quasi-sperimentali, serie storiche. Queste tre metodologie presentano gradi di affidabilità, complessità e fattibilità politica diversi che è importante sottolineare. Partendo dai più rigorosi.

I metodi sperimentali prevedono la costruzione di un gruppo di trattamento e uno di controllo. Essi esigono anche dati affidabili, processi di misurazione costosi e possono sorgere dei problemi di natura politica riguardo la selezione dei soggetti beneficiari del trattamento.

I metodi quasi-sperimentali prevedono la creazione di un gruppo di controllo statistico aggregando dati di soggetti simili per caratteristiche al gruppo di trattamento. In questo modo si evitano i problemi dei metodi sperimentali, a discapito dell'affidabilità; inoltre anche in questo caso sarebbe necessario l'utilizzo di *database* a livello nazionale che per molte categorie di beneficiari non sono disponibili.

³ Stima del valore che la variabile risultato avrebbe avuto se il gruppo dei trattati non fosse stato sottoposto al trattamento.

Le serie storiche, infine, si basano sul confronto con dati storici o previsti relativi agli stessi beneficiari o altri soggetti prima di ricevere l'intervento, piuttosto che con gruppi di controllo che non riceveranno l'intervento. Questo metodo però non garantisce affidabilità in quanto non si tratta di un'analisi statistica su variabili oggettive ma su indicatori soggettivi.

L'ultimo passaggio è la valutazione economica, attraverso la quale viene confrontato il costo sostenuto dalla pubblica amministrazione per i progetti tradizionali che aiuterebbero il beneficiario del social impact bond con il risparmio di spesa derivante dall'uscita dal programma tradizionale per quei soggetti che hanno avuto un miglioramento soggettivo grazie all'investimento. Ad esempio, un Social Impact Bond che riguarda la riduzione della recidiva dei carcerati può determinare il ritorno economico in termini di risparmio da riduzione della recidiva analizzando il costo giornaliero di spesa pubblica sostenuta per singolo detenuto. Il numero di giornate di detenzione evitate grazie ad un efficace programma di reinserimento sociale, moltiplicato per il costo giornaliero, determina un risparmio di spesa pubblica su cui contare per la remunerazione degli investitori. Tali stime possono essere raggiunte tramite le statistiche dell'amministrazione pubblica oppure con analisi ad hoc, che saranno comunque negoziate dalle parti (Fondazione Cariplo, 2013).

1.5. Aspetti critici dei SIB

I Social Impact Bond sono uno strumento che presenta un alto potenziale, in quanto suscettibili di rendere finanziabili progetti innovativi che solitamente verrebbero scartati dalla pubblica amministrazione per il loro costo ingente, per avversione al rischio di quest'ultima o dell'operatore sociale. Con questo strumento il trasferimento del rischio si ha in capo all'investitore, che viene adeguatamente remunerato, e quindi progetti innovativi e spesso legati alla prevenzione possono essere implementati, permettendo un beneficio per i soggetti *target* del programma e un risparmio di spesa futura per l'operatore pubblico.

Tuttavia, come già accennato, i SIB presentano degli aspetti critici che li rendono di malagevole attuazione. In questo paragrafo si andranno ad analizzare questi aspetti, riservando particolare attenzione al tema dell'asimmetria informativa, che sarà oggetto di ulteriore approfondimento nel Capitolo 2.

La prima difficoltà oggetto di analisi risiede nelle caratteristiche intrinseche della pubblica amministrazione e dell'operatore sociale. Per realizzare un SIB è richiesto infatti un impegno dell'operatore pubblico sia in fase negoziale che di posteriore rendicontazione dell'accordo.

Nella prima il soggetto deve avere le conoscenze e capacità per poter misurare i potenziali risparmi del progetto, che possono essere sia diretti che indiretti, in modo da strutturare il pagamento contingente. La complicazione alla base è che l'impatto sociale non è detto che offra

beneficio solo allo specifico ramo della pubblica amministrazione con cui il contratto è stipulato, ma può offrire benefici globali distribuiti tra i vari comparti della stessa. Pertanto, all'interno della macchina amministrativa, andrebbero stipulati ulteriori accordi circa la ripartizione dei benefici e soprattutto dei costi. La pubblica amministrazione manca spesso della specifica preparazione nella stipulazione e gestione di queste tipologie di contratti complessi, inoltre non presenta competenze specialistiche nello svolgere un ruolo di *monitoring* dei processi affidati esternamente (Erwin, 2011; Liebman, 2011).

Per quanto riguarda l'operatore sociale, alcuni problemi possono derivare dalla difficoltà di trovare soggetti che abbiano un'esperienza, di almeno 3-5 anni, nell'erogazione di servizi innovativi. La dimensione e struttura di questi è fondamentali se non si vuole affidare sempre ai soliti operatori questo tipo di progetti, andando a creare un monopolio del sociale (Del Giudice, 2015).

Un'altra difficoltà risiede negli elevati costi di transazione e implementazione, derivanti dalle molteplicità di attori coinvolti, rispetto ad un affidamento diretto pubblico-privato. Inoltre, più il progetto è rischioso più i finanziatori richiederanno un rendimento maggiore, rendendo il progetto eccessivamente oneroso per la pubblica amministrazione. Per tanto, in questo momento storico in cui i *Social Impact Bond* non hanno ancora trovato un modello universale, per permettere lo sviluppo e il miglioramento dello strumento è consono avere investitori il cui orientamento sia più legato al valore sociale generato che al potenziale profitto (Fondazione Cariplo, 2013).

1.6. Le asimmetrie informative e la ripartizione del rischio

Problematiche degna di nota, e per questo inserite in un paragrafo a se stante, sono l'asimmetria informativa e la ripartizione del rischio. Le asimmetrie informative si possono verificare sia ex-ante che ex-post.

Nel primo caso l'intermediario, che solitamente è anche promotore del progetto, approfittando della sua superiore conoscenza potrebbe non informare adeguatamente gli investitori sulla reale fattibilità del programma. Inoltre, potrebbe proporre alla pubblica amministrazione progetti di più semplice realizzazione ma con un minor impatto sociale. Ex-post i due soggetti maggiormente interessati all'investimento, pubblica amministrazione e investitori, non dispongono di poteri di controllo o supervisione sull'operatore sociale, che sono sempre affidati all'intermediario. La struttura del SIB fin qui proposta, prevede infatti una remunerazione garantita per l'intermediario, che trattiene una *fee* dell'investimento complessivo, e per l'operatore sociale, mentre alla pubblica amministrazione corrisponde un'aliquota del risparmio generato a fine progetto, oppure nulla in caso di esito negativo. Il rischio dell'insuccesso è

quindi sostenuto interamente dall'investitore. Infatti, qualora il progetto non ottenga i risultati previsti, e quindi la pubblica amministrazione non paghi quanto promesso, l'investitore si trova a perdere sia la remunerazione del capitale che i finanziamenti apportati. Va ricordato che l'investitore è l'unico *player* a non prendere parte al processo operativo, sostanzialmente è chiamato a "scommettere" sull'esito fruttuoso del SIB (Del Giudice, 2015).

Vi sono molteplici rischi insiti nel modello. Il rischio cardine del SIB è il rischio di fallimento, inteso sia in senso sociale che finanziario, consiste nell'incapacità dell'operatore sociale di portare a termine il progetto promesso ottenendo il risultato sperato. Questo rischio è integralmente sostenuto dall'investitore. Tuttavia, almeno teoricamente, potrebbe essere condiviso con l'intermediario che ha proposto il progetto, in quanto questi ha suggerito un prospetto inidoneo a generare il dividendo sociale atteso. Direttamente correlato con questo rischio vi è l'*execution risk*, che è dovuto all'incompetenza dell'operatore sociale di operare in maniera efficace, in termini qualitativi e quantitativi il servizio.

Tra i probabili comportamenti opportunistici dell'intermediario possiamo annoverare quello del rischio di intermediazione, che si manifesta quando, l'intermediario, nonostante non abbia le adeguate competenze, si propone come promotore di progetti o come consulente visto che la sua remunerazione non è legata al risultato ottenuto, ma è fissa e, quindi, non subisce nessuna perdita in caso il progetto non vada a buon fine.

Infine, vi è il rischio politico, che è il rischio derivante dal mancato pagamento dell'amministrazione pubblica in caso il progetto abbia successo. Questa tipologia può verificarsi quando la pubblica amministrazione decide un cambiamento di *policy*, chiudendo progetti aperti in virtù di un beneficio sociale più ampio. Questo è quello che è avvenuto ad esempio nel caso di Peterborough, che si analizzerà nel Capitolo 3.

Capitolo 2

I Social Impact Bond nella teoria dell'agenzia

Nei paragrafi precedenti si è discusso delle criticità dello schema del SIB. In particolare, si è valutato un *risk shifting* in capo all'investitore, che è di fatto l'unico attore a sopportare per intero il rischio di insuccesso economico nonché l'unico *player* privo di poteri di *monitoring*.

Al di fuori del modello dei Social Impact Bond, gli Investitori (IN) solitamente si procurano garanzie per i finanziamenti concessi, che possono essere *convenants* contrattuali o poteri di controllo sull'operato dei finanziati. Inoltre, questi strumenti sono associati ad una compartecipazione al rischio che assicuri l'allineamento degli interessi tra i due attori del rapporto. Questo non avviene nei SIB dove, per controllare il lavoro dell'operatore sociale, l'investitore (INT) deve avvalersi dell'intermediario come tramite, la cui terzietà è dubbia, essendo l'intermediario il promotore del progetto e avendo esso stesso scelto l'operatore (OS). Per di più, si ricordi che la remunerazione dell'OS e dell'INT è fissa e non legata alla buona riuscita del progetto, e non vi è quindi nessuna compartecipazione al rischio. Per queste ragioni si può convenire che vi sia un notevole problema di asimmetria informativa che separa gli *agent* (OS e INT) dai *principal* (pubblica amministrazione, PA e IN).

Sembrerebbe, almeno da un punto di vista teorico, che ognuno degli attori coinvolti abbia uno specifico interesse nella realizzazione del SIB. Tuttavia, la limitata applicazione di questo strumento induce a ritenere che i diversi *player* abbiano tra di loro obiettivi contrastanti o disallineati che necessitano di conformarsi in sede di disegno contrattuale. In questo capitolo si userà *l'agency theory* per interpretare i comportamenti dei principali attori. Si richiameremo ora brevemente i punti cardine della teoria, per contestualizzare meglio il fenomeno e perché è stata scelta.

La teoria dell'agenzia, come è noto, identifica due tipologie di attori: gli agenti (*agent*) e i principali (*principal*). L'*agent* è chiamato dal *principal* a offrire un servizio; le parti stipulano un accordo, le cui condizioni possono essere molteplici: specifici input da usare o *outcomes* da raggiungere. Aspetto essenziale del contratto è la remunerazione dell'agente, che può essere fissa oppure variabile, se connessa al raggiungimento di certi risultati. Ruolo essenziale è giocato dall'informazione asimmetrica che può manifestarsi, in fase precontrattuale, come *adverse selection* o durante la fase di esecuzione come *moral hazard*. La prima può essere spiegata rifacendosi ai *lemons* di Akerlof (Akerlof, 1970) nel mercato delle auto usate, in cui l'asimmetria tra venditori e compratori circa le reali condizioni del veicolo spinge alla formazione di prezzi inefficienti. La seconda tipologia si verifica quando una parte, confidando nell'incapacità o impossibilità dell'altra di controllare il suo operato, compie azioni a proprio

vantaggio e a svantaggio dell'altra. Il modello si basa sull'assunto che i due attori, *principal* e *agent*, agiscano per massimizzare la propria utilità, e che l'agente per farlo utilizzi la sua superiorità informativa.

Varie critiche sono state mosse sull'adozione del modello principale-agente per spiegare i comportamenti degli operatori sociali, soprattutto se enti no profit, in quanto tale forma societaria è ritenuta garanzia sufficiente dal rischio di *moral hazard* (Scarlatà e Alemany, 2010). Inoltre, Ortmann(1996) ritiene inappropriati gli schemi dell'*agency theory* quando i servizi oggetto di scambio non sono tutti misurabili con oggettività, come nel caso dei Social Impact Bond. Secondo questi, la teoria più adatta sarebbe la *stewardship theory*⁴. Tuttavia, in questa sede ci si rifarà alla dottrina che si è pronunciata in favore dell'*agency theory* in maniera inequivocabile (Tirole, 2006)⁵. Per di più, la letteratura specifica sullo strumento oggetto di analisi ha già approfondito il tema utilizzando il modello principale-agente (Wong et al., 2013) e alcune analisi qualitative hanno evidenziato come la relazione tra PA e OS no profit siano basate proprio su questo modello (Van Slyke, 2006).

Prima di proseguire è necessario menzionare due assunzioni fondamentali per la successiva analisi. La prima riguarda la pubblica amministrazione, assunta avversa al rischio soprattutto quando si parli di rami periferici della stessa, per esempio piccoli amministrazioni comunali. Inoltre, alcune ricerche sulle tipologie contrattuali tra la pubblica amministrazione e gli operatori sociali hanno evidenziato come la fiducia porti ad un allentamento dei vincoli contrattuali nei rapporti (Van Slyke, 2006).

I seguenti paragrafi si prefiggono l'obiettivo di analizzare lo strumento SIB da un punto di vista più analitico. Prima verrà spiegato il funzionamento di un modello *fixed investment* che poi sarà utilizzato nel contesto del *Social Impact Bond*.

4 Stewardship theory può essere definita come segue: “*It is a theory that managers, left on their own, will act as responsible stewards of the assets they control. Stewardship theorists assume that given a choice between self-serving behavior and pro-organizational behavior, a steward will place higher value on cooperation than defection. Stewards are assumed to be collectivists, pro-organizational, and trustworthy*” (Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. , 1997)

5 Tirole, in “*The Theory of Corporate Finance*” considera i benefici insiti nel controllo societario delle non profit companies e delle joint ventures. L'autore dimostra l'enorme eterogeneità d'interessi tra i soci di un'impresa cooperativa, cosa che comporta processi decisionali più inefficienti rispetto ad altre forme d'impresa, come la società per azioni. (Tirole, 2006, p. 64).

2.1 Modello *fixed investment*⁶

Il modello *fixed investment* permette di spiegare la relazione tra un agente, l'imprenditore, che ha richiesto un finanziamento ad un principale, l'investitore, per un progetto. Nel nostro caso supponiamo che i due soggetti siano neutrali al rischio e abbiano un rendimento atteso pari a zero.

Per realizzare il progetto l'imprenditore necessita di una somma \mathbf{K} di risorse, tuttavia, la sua dotazione iniziale di risorse \mathbf{A} non è sufficiente, pertanto dovrà chiedere a prestito una somma $(\mathbf{K} - \mathbf{A})$. Se il progetto viene intrapreso e ha successo genererà, con probabilità \mathbf{p} , un rendimento certo $\mathbf{R} > \mathbf{0}$. Tuttavia, il successo del progetto dipende dalla correttezza dei comportamenti dell'imprenditore, si potrebbe infatti verificare il *moral hazard* in cui l'imprenditore, per torna conto personale, estrae benefici privati a danno dell'impresa. In questo caso avremmo una diminuzione delle risorse a disposizione di un valore $\mathbf{B} > \mathbf{0}$ riducendo a sua volta la probabilità di riuscita. La probabilità di successo in caso di *moral hazard* è \mathbf{p}_L mentre la probabilità in presenza di un comportamento corretto è \mathbf{p}_H , con $\mathbf{p}_H > \mathbf{p}_L$. In sostanza lo spread fra le due probabilità $\Delta \mathbf{p} = \mathbf{p}_H - \mathbf{p}_L$ misurerebbe il rischio di *moral hazard* dello specifico progetto.

Viste le caratteristiche delle parti, ed essendo noto l'ammontare del finanziamento, l'intesa tra i soggetti si basa sulla compartecipazione a \mathbf{R} . Supponiamo che all'imprenditore spetti una quantità \mathbf{R}_b , mentre all'investitore \mathbf{R}_l . Il payoff di quest'ultimo, nell'ipotesi senza *moral hazard*, sarà:

$$\mathbf{R}_l \mathbf{p}_H = \mathbf{K} - \mathbf{A} \quad (1)$$

in caso di successo, altrimenti zero. Il ritorno dall'investimento sarà:

$$\mathbf{R}_l = (\mathbf{1} + \mathbf{i}) (\mathbf{K} - \mathbf{A}) \text{ dove } (\mathbf{1} + \mathbf{i}) = \mathbf{1}/\mathbf{p}_H \quad (2)$$

Solo in presenza di un comportamento corretto il progetto offre un VAN non negativo:

$$\mathbf{p}_H \mathbf{R} - \mathbf{K} > \mathbf{0} \quad (3)$$

In caso contrario si ha un VAN negativo anche considerando la componente \mathbf{B} , ossia:

$$\mathbf{p}_L \mathbf{R} - \mathbf{K} + \mathbf{B} < \mathbf{0} \quad (4)$$

⁶ Il modello usato è una rielaborazione di quello usato da Del Giudice (2015).

questo vincolo dimostra come non verrà mai concesso un prestito che incentivi il comportamento scorretto dell'*agent*. Si può riscrivere la precedente disuguaglianza come:

$$[p_L R_1 - (K - A)] + [p_L R_b + B - A] < 0 \quad (5)$$

In presenza di *moral hazard* non solo l'investitore subirebbe una perdita ma anche l'imprenditore non troverebbe conveniente estrarre i benefici privati, riducendo la probabilità di successo, perché avrebbe una maggiore utilità dal consumo della dotazione iniziale **A** senza intraprendere il progetto.

Si evince che in una situazione di *fixed investment* l'allineamento si ha soltanto se vi è una compartecipazione in **R** e la quota dell'*agent* dovrà soddisfare il vincolo $p_L R_b + B - A < 0$. Il rendimento del *principal* è direttamente proporzionale alla probabilità di riuscita, quindi in caso questa aumentasse e venisse segnalata da un **R_b** adeguato, la remunerazione del *principal* si ridurrebbe, data la minore rischiosità. Si può quindi concludere che per eliminare il *moral hazard* è necessario che l'investitore rinunci ad una parte sull'ammontare atteso.

Si andrà ora a verificare qual è il capitale che il principale deve investire per minimizzare la riduzione sopra citata. Dato che il progetto presenta un VAN negativo in caso di comportamenti opportunistici dell'imprenditore, è necessario stabilire un ammontare di risorse che ripaghi adeguatamente l'investitore in caso di successo, così facendo realizzando un allineamento tra interessi potenzialmente divergenti, in quanto l'aumento delle probabilità di successo comporta anche un beneficio per l'agente.

Questa forma di vincolo, che allinea i due interessi, si può scrivere come:

$$p_H R_b > p_L R_b + B \quad (6)$$

può essere interpretato come il costo del *moral hazard*, che riduce le risorse disponibili per l'investitore, a cui deve essere garantito un ammontare residuale di risorse pari a:

$$R - B/\Delta p \quad (7)$$

Il valore di rendimento del progetto destinato all'investitore sarà quindi:

$$P = p_H (R - B/\Delta p) \quad (8)$$

Tale ammontare deve essere maggiore alle risorse investite inizialmente (**K - A**), altrimenti non vi sarebbe convenienza per l'investitore. Dato importante di questa condizione è l'ammontare

di risorse \mathbf{A} che l'imprenditore deve possedere al momento della richiesta di finanziamento. Infatti, se:

$$P = p_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) \geq K - A \quad (9)$$

Questi non può disporre di risorse iniziali inferiori a:

$$A \geq \bar{A} = p_H (B/\Delta p) - (p_H R - K) \quad (10)$$

Bisogna inoltre porre $\mathbf{A} > \mathbf{0}$, altrimenti si avrebbe un imprenditore finanziabile anche se privo di risorse, fatto che andrebbe a minare la buona riuscita del progetto in quanto l'imprenditore non sopporterebbe nessun rischio per il progetto che deve realizzare. Il vincolo mostra come il VAN del progetto ($p_H R - K$) sia inferiore al rendimento minimo atteso dell'imprenditore perché ha un incentivo ad operare correttamente. Questi dovrà quindi avere un ammontare minimo tale da garantire il prestito e consentire il finanziamento, altrimenti anche un progetto a VAN positivo ma con $\mathbf{A} < \bar{\mathbf{A}}$ non verrebbe finanziato perché necessiterebbe di un ammontare troppo elevato di risorse esterne da remunerare in caso di successo. Se, invece, l'imprenditore dispone di risorse iniziali $\mathbf{A} \geq \bar{\mathbf{A}}$, sarà in grado di garantire il prestito e sarà in grado di offrire al mercato una remunerazione che soddisfi:

$$p_H R = K - A \quad (11)$$

e simultaneamente trattenere per sé uno *stake* che lo incentivi a comportamenti non

$$\text{opportunistici: } R_b = R - R_l = R - (K - A) / p_H \geq R - (K - \bar{A}) / p_H$$

$$\text{dove } R - (K - A) / p_H = B / \Delta p \quad (12)$$

Il valore $\bar{\mathbf{A}}$ può essere interpretato come il contributo minimo che consente l'allineamento degli incentivi dei due soggetti. L'ammontare:

$$P_H B / \Delta p \quad (13)$$

può essere definito come *agency rent* che viene sottratto a \mathbf{R} perché si azzeri il rischio di azzardo morale.

Riassumendo, l'imprenditore che richiede un prestito può trovare difficoltà nell'ottenerlo se l'ammontare di risorse investite autonomamente è basso quanto più elevati sono i costi di agenzia legati al *moral hazard*. Quanto più elevato è lo "spread" $p_H - p_L$, tanto più elevata è la probabilità di azzardo morale dell'imprenditore riscontrabile attraverso una funzione di verosimiglianza:

(14)

$$\Delta p / p_H = (p_H - p_L) / p_H$$

Al crescere di questo indicatore cresce l'impatto dell'*effort* dell'imprenditore sul risultato finale. La possibilità di monitorare *outcome* e performance migliora l'indicatore incrementando le probabilità di finanziamento del progetto.

Infine, analizziamo il caso in cui vi sia un rapporto reiterato tra i due attori, in cui entra in gioco anche l'affidabilità tra le parti. Con il termine *reputation capital* si fa riferimento alla fiducia, come *asset* intangibile, attraverso cui i richiedenti ottengono con maggiore probabilità all'accesso al credito se hanno dimostrato maggiore affidabilità (Diamond, 1991). Si ipotizzi che un debitore possa agire estraendo benefici privati B con probabilità $(1 - \alpha)$ oppure b con probabilità α dove $0 < b < B$. Nel primo caso la probabilità del progetto si riduce, quindi, dovranno essere investiti maggiori A a garanzia. I finanziamenti verranno conferiti solo se questo vincolo è rispettato:

$$(p_H - (1 - \alpha) \Delta p) (R - B / \Delta p) \geq K - A \quad (15)$$

Tuttavia, gli effetti reputazionali si verificano solo se la durata del progetto è di almeno due periodi, se anche nel secondo il debitore è disposto a investire A , pur per un diverso progetto d'investimento, la probabilità di un comportamento non scorretto incrementa ed è pari a Δp_1 . Se assumiamo

$$b < \Delta p_1 A < B \quad (16)$$

si avrà un equilibrio in cui ai debitori, con elevata reputazione, conviene comportarsi diligentemente per avere nel secondo periodo un incremento $\Delta p_1 A$, ottenendo nuovi finanziamenti. Mentre gli altri debitori, che hanno attuato comportamenti opportunistici, non saranno certi di ottenere il finanziamento. In ogni caso, a questi non sarebbe convenuto estrarre b perché, anche in caso di buona riuscita del progetto, avrebbero ottenuto $\Delta p_1 A < B$, ossia meno di quello che avrebbero ricevuto attraverso il *moral hazard*. Questo ragionamento è riassumibile come:

$$\bar{A}(b) < \bar{A}(B) \quad (17)$$

Pertanto, come sottolineato dal Del Giudice (2015) un soggetto che dispone di un *reputation capital* elevato non ha interesse, o quantomeno non ritiene conveniente, nell'estrarre benefici privati, in quanto otterrebbe maggior guadagno comportandosi con correttezza.

I risultati teorici che abbiamo evidenziato in questa sezione possono essere così riassunti:

- l'*agent* deve partecipare in maniera rilevante ai risultati, e quindi rischi, del progetto.
- il principale, rinunciando ad una quota della sua remunerazione, ottiene un beneficio maggiore dato dall'eliminazione dei costi di agenzia.
- l'*agent* dovrà investire un adeguato ammontare di risorse proprie nel progetto per garantire il *principal*.
- la misurabilità della performance incrementa la finanziabilità di un progetto.
- un *agent* che gode di un'elevata reputazione, dimostrata in progetti precedenti, può conferire minori risorse al progetto di quelle di un *competitor* con una reputazione inferiore o non nota.

2.2 Analisi dei SIB attraverso il modello *fixed Investment*

Si andrà ora ad analizzare il Social Impact Bond attraverso il modello *fixed investment*, appena illustrato. Ai fini dell'analisi, supponiamo che nel nostro modello i costi di monitoraggio riguardino solo la fase di certificazione, che siano fissi e pagati in parti uguali dalla pubblica amministrazione e dell'intermediario. Ricordiamo, inoltre, come il modello di SIB, fin qui visto, è poco attraente per un investitore in quanto non prevede né compartecipazione dell'*agent* al risultato finale né richiede un investimento minimo a garanzia dell'investitore (IN). La seguente analisi è un adattamento di quella effettuata da Ortamann (Ortmann e altri, 2013).

Si supponga che per raggiungere il risultato sperato l'operatore (OS) debba produrre un *effort* ottimale, diviso, come indicato nell'equazione (18), in due componenti: una quantitativa (e^*_1) e l'altra qualitativa (e^*_2). La prima è oggettivamente misurabile e può essere soggetta ad *hard monitoring*⁷, la seconda invece riguarda tutti quegli elementi somministrati "su misura" per il trattamento di uno specifico individuo da parte dell'operatore. La si rappresenti come segue:

⁷ Tirole (1986) definisce la teoria dell'*hard monitoring information* rispetto agli input quantificabili. Secondo questa teoria, tali input sarebbero sia osservabili sia verificabili, consentendo all'interessato di far valere i propri

$$(e^*_1, e^*_2) \quad (18)$$

L'agente produce una combinazione delle due tipologie di input sopracitate e avrà quindi una funzione di costo ad essi relativa. Indichiamo con $C(e_1, e_2)$ tale funzione e con w la remunerazione determinata dell'*agent*. Quindi la funzione di utilità dell'OS sarà:

$$U(OS) = w - C(e_1, e_2) \quad (19)$$

Il costo dell'*effort* è positivo e convesso, per cui $C(e_1), C(e_1, e_1) > 0$ e $C(e_2), C(e_2, e_2) > 0$. L'utilità del soggetto è data da un valore certo, la compensazione determinata, e dalla scelta soggettiva degli input. Si può supporre che l'*effort* dell'input quantitativo assuma un valore ottimale, in quanto osservabile e verificabile, mentre quello relativo alla componente qualitativa, se il soggetto massimizza la sua funzione di utilità, sarebbe tendente al nullo. Pertanto, la combinazione $C(e_1, e_2)$ non sarebbe ottimale.

L'utilità della PA in termini di risparmio dipende dal successo o meno del progetto ed è anch'essa funzione di questi input $S(e_1, e_2)$. In caso di successo il risparmio sarebbe massimo e la PA pagherebbe il premio promesso pari a R_1 . In qualsiasi caso la pubblica amministrazione partecipa alle spese per l'ente di supervisione che indicheremo con M . Avrà quindi una funzione di utilità attesa pari a:

$$U(PA) = p U(S(e^*_1, e^*_2) - R_1 - M/2) + (1 - p) U(S(e_1, e_2) - M/2) \quad (20)$$

Dove p è la probabilità di successo del progetto, mentre $S(e_1, e_2)$ in caso di fallimento è un valore inferiore al netto dei costi di remunerazione:

$$S(e_1, e_2) < S(e^*_1, e^*_2) - R_1 \quad (21)$$

Si ricordi che, essendo per ipotesi avversa al rischio, la PA avrebbe un'utilità più elevata dal valore certo del risparmio che dal rischio derivante dal progetto (v. Capitolo 2). Anche per l'investitore vale questa condizione.

L'investitore in caso il progetto avesse l'esito sperato avrebbe una remunerazione pari a:

$$R_1 = (1 + i)(K - A) \quad (22)$$

diritti anche in sede legale, qualora vi siano divergenze d'opinione. Invece gli input qualitativi sono osservabili ma non verificabili, nel senso che non è possibile stabilire con quale intensità siano stati utilizzati nel processo produttivo.

Dove $(1 + i) > 1/p$. Se invece il progetto non avesse successo la sua remunerazione sarebbe zero. Inoltre, a suo carico vi è il pagamento (*fee*) all'intermediario che indichiamo con F . Avrà quindi un'utilità:

$$U(K) = p U(R_1 - F) + (1 - p) U(-F) \quad (23)$$

In fine, l'utilità dell'intermediario INT è data dal compenso ricevuto F e dal pagamento dell'ente di controllo M . Sarà quindi:

$$U(INT) = F - M/2 \quad (24)$$

Come descritto nel capitolo precedente, le funzioni di utilità appena descritte, mostrano come i due *principals* del rapporto sopportino interamente il rischio di fallimento, mentre gli agents hanno utilità già determinate. Bisogna però distinguere le utilità dell'AU e dell'INT che sono fisse, dall'utilità dell'OS che può essere influenzata dal livello di *effort* di quest'ultimo.

	Successo	Insuccesso
PA	$S(e_1^*, e_2^*) - R_1 - M/2$	$S(e_1, e_2) - M/2$
Intermediario	$F - M/2$	$F - M/2$
Operatore Sociale	$w - C(e_1^*, e_2^*)$	$w - C(e_1, e_2)$
Investitore	$R_1 - F$	$-F$
Auditor Esterno	M	M

Figura 7- Matrice payoff nel SIB. Fonte: Del Giudice (2015), pag. 87

Come mostrato dalla matrice (Figura 7), il *Social Impact Bond* non produce un equilibrio sostenibile, per cui non sembra attraente né per la PA né per gli IN. La probabilità di successo è determinata soltanto dall'OS, si riduce a p_L . L'operatore sociale può estrarre un beneficio pari a:

$$B = C(e_1^*, e_2^*) - C(e_1, e_2) \quad (25)$$

Si può quindi riscrivere la disuguaglianza vista precedentemente (equazione 5) come:

$$[p_1 R_1 - (K - A)] > [(w + B) - A] \quad (26)$$

La (26) illustra la condizione di equilibrio per cui il VAN risulta positivo. Nel lato sinistro avremo la remunerazione dell'IN che deve essere maggiore di quella dell'OS, nel lato destro. Tuttavia, sapendo che l'OS massimizza la sua utilità riducendo l'effort qualitativo la probabilità di successo diminuisce, diminuendo a sua volta il VAN dell'IN. Questo rende la disuguaglianza difficilmente verificabile, a meno che l'operatore sociale non investa un numero sufficiente di

risorse proprie **A** che fungano da garanzia. Sappiamo però che questo non avviene nel modello classico di SIB, in quanto **A** tende allo zero.

Soltanto nel caso in cui lo schema venga ripetuto, e l'OS ha provato di non ottemperare comportamenti opportunisti, si può avere un'attenuazione della componente **A**, in mancanza di compartecipazione al rischio, in quanto si crea un rapporto di fiducia tra i due attori (Del Giudice, 2015). L'investitore potrebbe accettare questa riduzione se l'OS dimostra un *effort* tale da ridurre l'estrazione di benefici privati da **B** a **b**:

$$b = \alpha [C(e^*_1, e^*_2) - C(e_1, e_2)] \text{ con } \alpha < 0 \quad (27)$$

In questo caso la probabilità di successo diventerebbe **p_H** facendo valere la (17) secondo cui un investimento **A**, data la buona reputazione dell'*agent* potrebbe ridursi proporzionalmente.

Si può quindi concludere che in un SIB "classico" sono violate le condizioni di allineamento degli incentivi del modello *fixed investment*, ossia compartecipazione ai risultati e investimento di un ammontare minimo **A** a garanzia del *principal*. L'unica forma con cui si potrebbe attuare questo disallineamento sarebbe il conferimento di un ammontare elevato di **A** da parte dell'OS. Tuttavia, se il progetto non fosse caratterizzato da un unico investimento iniziale ma fosse ripetuto, allora l'OS potrebbe ridurre l'ammontare investito, dimostrando tramite risultati intermedi misurabili un incremento delle probabilità di successo dovuto al suo *effort*.

Capitolo 3

Un'applicazione del Social Impact Bond: caso sul penitenziario di Peterborough

Nel presente capitolo ci proponiamo di analizzare un caso concreto di applicazione dello strumento: il Social Impact Bond di Peterborough nel Regno Unito. Questo caso è rilevante in quanto si è trattato della prima applicazione dello strumento. Infatti, il progetto si è anche già concluso, permette di esaminare i risultati della sua attuazione. Obiettivo di questo capitolo è quello di evidenziare le connessioni tra le nozioni teoriche enunciate nei capitoli precedenti e la loro rilevanza in ambito pratico.

3.1 UK: Penitenziario di Peterborough

La genesi dello strumento può essere fatta risalire al 2000, quando nel Regno Unito viene istituita la *Social Investment Task Force* su iniziativa del Ministero del Tesoro inglese, il cui obiettivo era quello di sviluppare soluzioni di welfare innovative meno onerose per le finanze pubbliche ma senza rinunciare alla qualità del servizio. In questo contesto fa breccia l'idea del "dividendo misto", di cui si è già parlato in precedenza (vedi capitolo 1.1), che sarà l'elemento cardine della finanza d'impatto. Nel 2007 nasce *Social Finance*, il primo intermediario specializzato nell'*impact investing*, il quale individua un modo per adattare gli strumenti *Payment-by-results* alle esigenze del welfare moderno. (Del Giudice, 2015)

Nel settembre 2010, Il Ministero della Giustizia e *Social Finance* lanciano il primo Social Impact Bond per il carcere di Peterborough. L'obiettivo del progetto era di ridurre il tasso di recidiva tra i detenuti maschi maggiorenni, condannati a pene inferiori ai 12 mesi, che nel Regno Unito si attestava intorno al 60% entro un anno dal rilascio. L'elemento cardine del progetto era la necessità di implementare politiche che tenessero conto della specificità del singolo detenuto. Per questo Social Finance raccoglie con una *joint venture* chiamata *One Service* cinque operatori sociali (*St Giles Trust*, *Ormiston Children*, *SOVA*, *YMCA* e *Mind*), ognuno con specifiche competenze di intervento sulla persona, in modo tale che l'*effort* qualitativo venisse massimizzato nelle varie situazioni che un detenuto avrebbe potuto affrontare.

Nello specifico *St Giles Trust* e *Ormiston* si concentrarono sulle necessità del detenuto e della sua famiglia prima e dopo il rilascio, solitamente per non meno di quattro mesi, mentre *SOVA* e *YMCA* prestarono supporto individuale nei mesi successivi.

Alla luce degli studi di Van Slyke (2006), che aveva evidenziato come la PA locale fosse più avversa al rischio rispetto a quella centrale, il progetto venne contrattato direttamente tra l'intermediario (*Social Finance*) e il Ministero della Giustizia e del Tesoro (PA).

La contrattazione portò al seguente progetto. Avrebbe sottoposto al trattamento 1000 detenuti all'anno per i primi tre anni, ossia 3000 detenuti divisi in tre coorti. Le coorti avrebbero poi dovuto essere seguite per un anno dal rilascio, calcolando la recidiva della singola coorte e confrontandola con quella di un gruppo di controllo, composta da detenuti di altre carceri del Regno Unito. Si scelse la recidiva (*reconviction*)⁸ in quanto ritenuta un indicatore di risultato semplice e non ambiguo, essendo la recidiva una *proxy* della "ricaduta (*offending*)" (Disley, 2011), inoltre la pubblica amministrazione aveva a sua disposizione un consistente database sul tema.

Il metodo statistico usato per valutare i dati fu il *propensity score matching*⁹, in cui la *performance* dei tre gruppi viene confrontata con quella di gruppi di controllo costruiti statisticamente a partire da dati su soggetti simili in altre carceri.

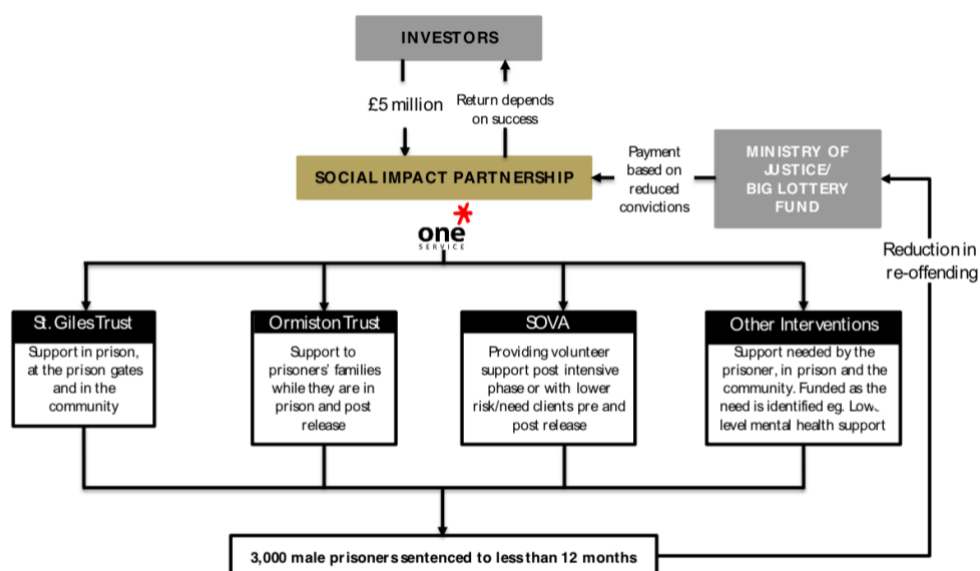


Figura 8- Struttura del SIB di Peterborough; Fonte: Nicholls e Tomkinson (2013)

⁸ Per capire questo passaggio è necessario fare riferimento alla definizione in inglese che presenta termini intraducibili letteralmente in lingua italiana: "Reconviction is the last step in a criminal justice process, in which there are high rates of attrition: an actual offence must be reported to the police, recorded by the police, a suspect must be detected, a criminal prosecution be taken against them and a conviction secured at court. Interviewees from the Ministry of Justice pointed out that frequency of reconviction events provides a useful measure, because it is likely to have a close relationship with costs to the criminal justice system" (Disley, 2011)

⁹ Come descritto dalla Fondazione Cariplo: "È un metodo quasi-sperimentale, in cui si cerca di ovviare con l'uso della statistica alla difficoltà oggettiva di comparazione. A partire da un *dataset* di osservazioni relative alle caratteristiche dei detenuti nelle carceri inglesi, viene costruito un modello *logit* per stimare la probabilità di ogni detenuto di essere beneficiario del trattamento."

Non si è optato per il più affidabile *randomised control trial* (RCT), in cui il gruppo di trattamento e di controllo sarebbero stati creati in modo casuale dalla popolazione *target*, perché avrebbe implicato l'esclusione a priori di una parte di detenuti, per motivi etnici e politici (Fondazione Cariplo, 2013).

Il progetto appena descritto richiese un finanziamento di 5 milioni di sterline, e prometteva un pagamento minimo al termine del progetto solo nel caso in cui si fosse registrata una riduzione della recidiva media pari al 7,5% per tutte e tre le coorti oppure un pagamento immediato se si fosse superata la soglia del 10% in almeno una delle stesse. Il progetto potenzialmente offriva un ritorno per gli investitori tra il 7,5% e un *cap10* del 13%, ossia di circa 7 milioni di sterline in termini reali, in mancanza dei risultati minimi i finanziatori avrebbero perso tutto il capitale impiegato.

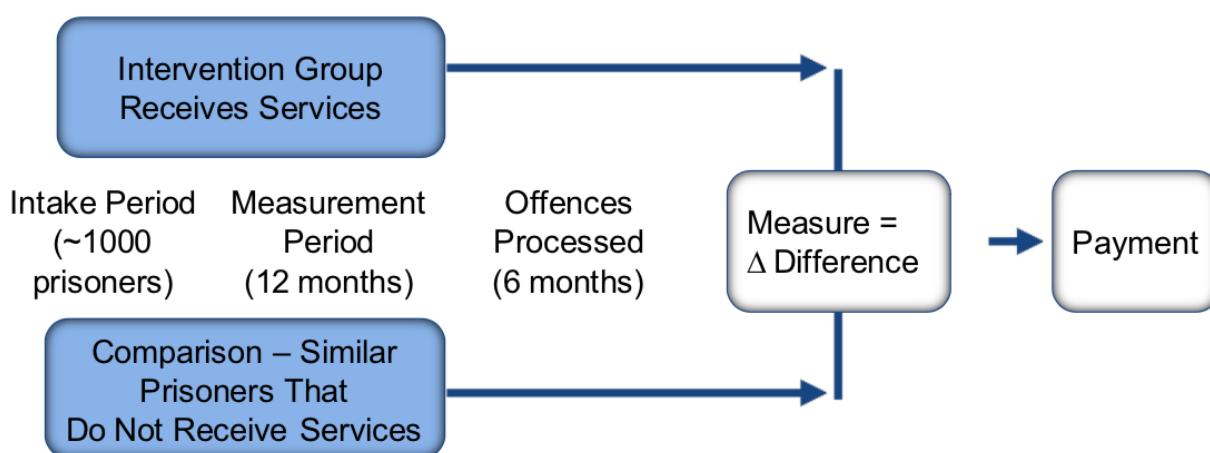


Figura 9 -Misurazione e sistema di pagamento; Fonte: Nicholls e Tomkinson (2013)

Data la rischiosità nella realizzazione del progetto e la mancanza di garanzie a tutela del capitale investito, il SIB risultò poco attraente per gli investitori. Quindi *Social Finance* costituì una società veicolo nella forma di *limited partnership*, assimilabile ad una società in accomandita semplice nel diritto italiano, composta da 17 investitori privati¹¹ prevalentemente di natura filantropica. Il CEO di *Social Finance* svolgeva la funzione di *general partner* (socio accomandatario) mentre gli investitori erano i *limited partners* (soci accomandanti).

¹⁰ Premio massimo pagabile dal *Certificates* (Borsa Italiana, 2017).

¹¹ Barrow Cadbury Charitable Trust, The Esmée Fairbairn Foundation, Friends Provident Foundation, The Henry Smith Charity, Johansson Family Foundation, Lankelly Chase Foundation, The Monument Trust, Panahpur Charitable Trust, Paul Hamlyn Foundation e il Tudor Trust.

Il *Social Impact Bond*, così creato, non presentò alcuna emissione obbligazionaria, ma i finanziatori parteciparono direttamente all'*equity* della società, da che si risumere che le motivazioni etiche fossero preponderanti rispetto a quelle economiche (Nicholls, 2013). Inoltre, date le caratteristiche qualitative, la molteplicità di OS e la ridotta capacità di *monitoring* degli IN rendono questo modello difficilmente replicabile. Per di più la PA si è riservata, con una specifica clausola, la facoltà di chiudere il progetto anticipatamente.

La prima serie di risultati è stata pubblicata nel 2014, ed ha evidenziato una riduzione della recidiva dell'8,4% rispetto al gruppo di controllo, con una significatività statistica del 90%. Tuttavia, questo non è stato sufficiente a far scattare il pagamento immediato, subordinato ad una riduzione minima sulla recidiva del 10%. Simultaneamente alla pubblicazione dei risultati è avvenuta la richiesta di *early termination* del Ministero che ha dichiarato il progetto concluso, attendendo però i risultati della seconda coorte nel 2015 per effettuare i pagamenti.

I risultati finali hanno evidenziato una riduzione della recidiva del 9,7% nella seconda coorte e quindi una riduzione media del 9% sufficiente a raggiungere il *trigger point* fissato al 7,5% per il pagamento (Anders and Dorsett, 2017). La chiusura anticipata è stata motivata dal lancio, a livello nazionale di un piano di reinserimento dei detenuti chiamato: *Transforming Rehabilitation*.

3.2 I Risultati

L'interruzione anticipata del progetto ha sollevato degli interrogativi sulla effettiva riuscita del programma. I sostenitori del Social Impact Bond affermano che il progetto è stato chiuso in quanto funzionasse così bene che è stato esteso a livello nazionale. In questo caso si potrebbe dire che l'obiettivo principale dello strumento, lanciare progetti innovativi, è stato raggiunto. Secondo questa visione la PA si sarebbe comportata come gli emittenti di obbligazioni *callable* che si riservano il diritto di rimborsare le obbligazioni anticipatamente se i tassi di interesse sono più bassi e quindi è più conveniente. Di altro avviso sono i critici dello strumento che dichiarano che, vista la complessità e il costo ingente dello stesso se fosse stato implementato a livello nazionale, la PA si è riservata il diritto di chiusura per eliminare la corresponsione della *fee* all'intermediario. In tal proposito, si ricorda però che solo grazie al Social Impact Bond di Peterborough si è dato inizio al progetto *Transforming Rehabilitation* che è basato sull'approccio innovativo di *multi-partnership* tra OS presente nel SIB.

Riassumendo, il social impact bond del carcere di Peterborough ha subito pressoché tutte le problematiche evidenziate in maniera teorica nel capitolo 2. È stata necessario l'apporto di capitale da enti di natura filantropica in quanto il progetto non presentava garanzie idonee per attrarre gli investitori istituzionali. La contrattazione bilaterale tra l'intermediario e la PA ha

visto, come suggerito da Van Slyke, la necessità di essere intrapresa direttamente in capo al Ministero e non presso gli enti pubblici periferici vista la loro avversità al rischio. Inoltre, il progetto ha subito l'*early termination* a causa di un cambio nella legislazione della PA.

Nonostante queste problematiche, si può affermare che il SIB ha compiuto il suo obiettivo di promuovere un progetto innovativo, che altrimenti non sarebbe mai stato intrapreso dall'operatore pubblico. Tuttavia, la sua forma finanziaria è risultata troppo specifica e complessa per poter essere utilizzata in altri contesti, e la pubblica amministrazione ha dovuto accorciare la catena contrattuale per permettere un miglior controllo sull'operatore sociale una volta che il progetto è stato ampliato a livello nazionale.

Considerazioni finali

In sede di introduzione è stata posta la seguente domanda: “Cosa succederebbe se i fondi pensione, gli *asset managers* e gli investitori privati in generale, mentre compiono il loro lavoro, aiutassero a proteggere l’ecosistema, a ridurre la povertà o semplicemente a migliorare la società nel suo complesso?” a questo quesito è seguita un’analisi del mercato dell’*Impact Investing* e una descrizione sul funzionamento, sulle potenzialità e sulle criticità dei *Social Impact Bond* (SIB). Si ricordi come i problemi evidenziati vadano dalla scarsità di normativa e definizione del mercato e dello strumento a criticità di carattere tecnico sulla realizzazione e misurazione dei risultati conseguiti.

I *Social Impact Bond*, data la loro natura, sono aspramente criticati da chi vede l’ingresso dei privati nel mercato del sociale come un male anziché una possibilità. Di questa posizione è portavoce il documentario girato in Nord America nel 2018 da Nadine Pequenezza, “The Invisible Heart”. Lo scopo del documentario era quello di effettuare un’analisi critica di due SIB: uno in Ontario, Canada, e l’altro nella città di Chicago. Il primo *Social Impact Bond* mirava a trovare alloggi per i senzatetto, il secondo invece era un progetto di scolarizzazione di bambini in età prescolare in quartieri ad alto tasso di criminalità. Il documentario, tramite varie interviste ad esperti pro e contro i SIB, ha evidenziato come, almeno in questi due casi, i progetti non sembrano aver rispettato le aspettative promesse.

Le critiche mosse sono state le seguenti. Da un punto di vista tecnico, i progetti non presentavano caratteri innovativi, ma anzi erano semplici applicazioni di metodologie già rodiate e testate in altre parti del mondo. Il campione di individui, secondo il regista ed alcuni esperti, era stato selezionato in modo tale che le probabilità di ottenere un esito profittevole per gli investitori fossero molto elevate, a discapito dell’interesse sociale di aiutare i più bisognosi. Infine, la misurazione dei risultati non è stata eseguita con criteri rigorosi, ma anzi sono state considerate solo le variabili di più facile misurazione, che ottenevano sensibili progressi durante lo svolgersi del progetto. A queste critiche di natura metodologica si è aggiunto il parere di alcuni accademici, tra cui Mildred Warner, professoressa alla Cornell University al dipartimento di *City and Regional Planning*, secondo cui l’introduzione di investitori privati nel campo del welfare può portare ad una “*Wall Streetification*”¹² del settore a discapito dei bisognosi, che non vengono più visti come persone ma come numeri.

¹² Termine coniato da David Macdonald, un *senior economist* per il Canadian Centre for Policy Alternatives, per descrivere l’avvento dei Social Impact Bonds.

Secondo gli autori del documentario, che ha suscitato dibattiti, anche televisivi, in Canada, quasi il 50% degli spettatori ha ammesso di essere contrario all'applicazione dei SIB, rispetto al 23% che ne risulta a favore (The Invisible Heart, 2018). Questo dato è rilevante perché, come già descritto nelle pagine precedenti, il ruolo dell'amministrazione pubblica è fondamentale e senza un appoggio dell'elettorato difficilmente questi progetti possono essere intrapresi.

Al di là dei singoli casi presentati nel documentario, dove sembra che la pubblica amministrazione o chi di competenza non abbia vigilato accuratamente sulla costruzione dello strumento, una più approfondita riflessione va effettuata.

L'ingresso degli investitori istituzionali nel mercato del sociale non è più solo un'opportunità per la pubblica amministrazione, bensì è una necessità: la crescente spesa per il welfare, la ridotta quantità di risorse e l'invecchiamento della popolazione che caratterizza i paesi occidentali stanno portando molte nazioni davanti a scelte difficili su quali politiche implementare o meno; basti pensare che in Italia la spesa sociale si attesta al 30% del PIL (Il Sole 24Ore, 2019). In questo contesto, i partenariati pubblico-privato sembrano l'unica soluzione a questo problema.

In particolare, i *Social Impact Bond* promettono la creazione di progetti innovativi e rischiosi che altrimenti la PA non intraprenderebbe, in quanto consentono un *risk-shifting* in capo ai privati. Tuttavia, non vanno intesi come il fine ultimo del rapporto pubblico-privato, bensì devono essere visti come un'avanguardia per progetti che, se portano a risultati positivi quali la riduzione di costi per la pubblica amministrazione, tramite progetti di tipo preventivo, e il miglioramento delle condizioni dei soggetti interessati, possono successivamente essere implementati a livello regionale o nazionale con fondi pubblici.

Per raggiungere questo obiettivo è però necessario risolvere le difficoltà presentate nei capitoli precedenti. Bisogna ridurre la presenza di asimmetrie informative nel modello, in modo tale da rendere lo strumento più accattivante per gli investitori privati e permettendo ai *principal* del modello, PA e IN, di controllare in itinere il proseguire dell'iniziativa. Devono nascere delle categorie di funzionari pubblici specializzati in materia che siano in grado di gestire i rapporti interni allo strumento, in modo tale da ridurre il pericolo di subire *moral hazard* da parte dell'intermediario. Inoltre, c'è la necessità di un maggior numero di operatori sociali che siano in grado di portare a compimento progetti innovativi, come richiesto dai SIB, altrimenti si rischia di incaricare sempre le solite organizzazioni creando un "monopolio" del sociale (Del Giudice, 2015).

Elemento forse più importante che tutt'ora manca, specialmente in Italia, è una visione di lungo periodo delle amministrazioni pubbliche, che non possono essere legate al colore politico

del momento¹³, ma devono garantire che l'investimento effettuato dai privati venga supportato e ricompensato, se dovesse ottemperare gli obiettivi prestabiliti, diversamente da quanto accadde nel caso di Peterborough, dove il progetto fu cessato anticipatamente, anche se gli investitori, visti i risultati positivi, ottennero ugualmente il compenso concordato.

Questa analisi, data la novità dei *Social Impact Bond* e il loro scarso utilizzo, non può asserire con certezza se saranno uno degli strumenti di punta nell'immediato futuro o se aiuteranno concretamente lo sviluppo di politiche di welfare innovative. Stando al parere degli esperti consultati e ai dati che si hanno sul mercato dell'*Impact Investing*, si può solo immaginare una loro crescita e un miglioramento nei prossimi quindici anni, che sarà però legato alle decisioni dei vari operatori pubblici nei diversi paesi e alla sensibilità dell'opinione pubblica nel far entrare nel mercato del sociale investitori privati.

In ultima istanza, i *Social Impact Bond* sono uno strumento che, almeno teoricamente, può portare ad un incremento del benessere collettivo, ma solo il loro sviluppo e l'esperienza che i grandi investitori istituzionali andranno a sviluppare nel migliorarli ci dirà se siano effettivamente applicabili in concreto o se siano solo stati una suggestione del neoliberismo.

¹³ La durata media di un governo in Italia è di 616 giorni. (La Stampa, 2019)

Riferimenti bibliografici

AKERLOF, G., 1970. "The market for 'lemons': Quality and the market mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, p. 488-500.

ANDERS, J. and DORSETT, R., 2017. *Peterborough social impact bond: final report on cohort 2 analysis*. Ministero della Giustizia Inglese.

BARCLAY, L., SYMONS T., 2013. *A Technical Guide to Developing Social Impact Bonds*, Social Finance, London.

BELAISH, A., 2019. *Can social investment be for profit? An analysis of the principles of impact finance*. London School of Economics, Institute of global affairs.

CIAN, M., 2015. *Manuale di diritto commerciale*. 2° ed. Torino, G. Giappichelli Editore.

COLOMBO, D., 2019. Welfare, l'irresistibile ascesa delle spese per l'assistenza, *Sole24Ore* [online], Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/welfare-l-irresistibile-ascesa-spesa-l-assistenza-ABBnDjTB>

DEL GIUDICE, A., 2015. *I Social Impact Bond*. 1°ed. Milano, Franco Angeli.

DEL GIUDICE, A., MIGLIAVACCA, M., 2019. Social Impact Bonds and Institutional Investors: An Empirical Analysis of a Complicated Relationship. *Sage Journals*, 48(I), p. 50-70.

DAVIS, J. H., SCHOORMAN, F. D., & DONALDSON, L., 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), p. 20-47.

DIAMOND, D.W., 1991. Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt, *Journal of Political Economy* Vol. 99, No. 4, p. 689-721.

DISLEY, E., RUBIN, J., SCRAGGS, E., BURROWERS, N., CULLEY D., EUROPE, R., 2011. *Lessons learned from the planning and early implementation of the Social Impact Bond at HMP Peterborough*, Ministero della Giustizia Inglese.

ERWIN, D.L., 2011. *Nonprofit-Government Contracting in the Nation's Capital: Challenges and Opportunities*. Centre on Nonprofits and Philanthropy, Washington: Urban Institute.

FONDAZIONE CARIPILO, 2013. I Social Impact Bond: la finanza al servizio dell'innovazione sociale?. *Quaderni dell'Osservatorio*, n. 11. Disponibile su: www.fondazionecariplo.it/osservatorio

FORUM DELLA FINANZA SOSTENIBILE, 2013. *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*[online]. Disponibile su: <https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2017/12/manuale-impact-investing-WEB.pdf>

GIIN, 2019. *Annual Impact Investor Survey* [online]. Disponibile su: https://thegiin.org/assets/GIIN_2019%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey_webfile.pdf

- GIIN, 2019. *Sizing the Impact Investing Market*[online]. Disponibile su: https://thegiin.org/assets/Sizing%20the%20Impact%20Investing%20Market_webfile.pdf
- GIIN, 2019. *The core characteristics of impact investing*[online]. Disponibile su: https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics_webfile.pdf
- GUEZ, H., 2016. *In search of impact Measuring the full value of capital*, Institute for sustainability leadership, University of Cambridge, Disponibile su: <https://www.cisl.cam.ac.uk/resources/publication-pdfs/impact-report.pdf>
- GEOBEY, S., WESTLEY, F.R., WEBER, O., 2012. “Enabling Social Innovation through Developmental Social Finance”, *Journal of Social Entrepreneurship*, 3(2), p. 151-165.
- HARVEY, D., 2000. *Breve storia del neoliberismo*, il Saggiatore, Milano.
- HUDSON, M., PHILLIPS, J., RAY, K., VEGERIS, S., DAVIDSON, R., 2010. *The Influence of outcome-based contracting on Provider-led Pathways to Work*, Research Report No. 638, Department for Work and Pensions, London.
- DATABASE Impact Bond Global [online]. (2019). Social Finance
- JP MORGAN, 2010. *Impact investments. An emerging asset class*, JP Morgan, New York.
- JP MORGAN, 2014. *Spotlight on the market the Impact Investor Survey* [online], Disponibile su: <https://thegiin.org/assets/documents/pub/2014MarketSpotlight.PDF>
- LEO, U., 2019. Quanto dura un governo in Italia?. *La Stampa*[online], Disponibile su: <https://video.lastampa.it/politica/quanto-dura-un-governo-in-italia-ecco-gli-esecutivi-e-i-premier-in-carica-per-piu-tempo/102741/102754>
- LIEBAMAN, J.B., 2011. *Social Impact Bonds: A promising new financing model to accelerate social innovation and improve government performance*, American Progress, Washington DC.
- MAYOR, T., 2019. *Impact investing is hot right now* [online], Sloan school of management, MIT, Disponibile: <https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/impact-investing-hot-right-now-heres-why>
- NICHOLLS, A., TOMKISON, E., 2013. *The Peterborough pilot social impact bond*, Said Business School, University of Oxford.
- NICHOLLS, A., 2010. “The Institutionalization of Social Investment: The Interplay of Investment Logics and Investor Rationalities”, *Journal of Social Entrepreneurship*, 1(1), p. 70-100.
- ORTMANN, A., 1996. “Modern economic theory and the study of nonprofit organizations: Why the Twain shall meet”, *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 25, p. 470-484
- PEQUENZA, N., 2019. The Downside of Social Impact Bonds, *Stanford Social Innovation Review*, Disponibile su: https://ssir.org/articles/entry/the_downside_of_social_impact_bonds

ROY, M.J., MCHUGH, N., SINCLAIR, S., 2018. A Critical Reflection on Social Impact Bonds, *Stanford Social Innovation Review*, Disponibile su:
https://ssir.org/articles/entry/a_critical_reflection_on_social_impact_bonds#bio-footer

SCARLATA, M., ALEMANY, L., 2010. “Deal Structuring in Philanthropic Venture Capital Investment: Financing Instruments, Valuation and Covenants”, *Journal of Business Ethics*, 95, p. 121-145

The Invisible Heart, 2018. Documentario. Diretto da PEQUENZA N., Canada.

TIROLE, J., 1986. “Hierarchies and Bureaucracies: On the Role of Collusion in Organizations”, *Journal of Law, Economics and Organization*, 2, (2), p. 181-214

TIROLE, J., 2006. *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.

WARNER, M.E., 2018. The razor’s edge: Social impact bonds and the financialization of early childhood services [online], *Journal of Urban Affairs*, Disponibile su:
DOI: 10.1080/07352166.2018.1465347

WILSON, K. E., 2014. “New Investment Approaches for Addressing Social and Economic Challenges” [online], OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 15, OECD Publishing. Disponibile su: <http://dx.doi.org/10.1787/5jz2bz8g00jj-en>

WONG, J., ORTMANN, A., 2013. *Understanding social impact bonds and their alternatives: An experimental investigation*, Working Paper, Australian School of Business.

WONG, J., ORTMANN, A., 2012. *Do donors care about the price of giving? A review of the evidence, with some theory to organize it*, Working Paper, Australian School of Business.

WORLD ECONOMIC FORUM, 2013. *From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors*.