

**MODELLI INNOVATIVI DI FINANZIAMENTO NEI SERVIZI DI WELFARE: I CASI STUDIO DEI SOCIAL IMPACT BOND (SIB) E DEI DEVELOPMENT IMPACT BOND (DIB)<sup>1</sup>**

Annarita TROTTA<sup>2</sup>, Alessandro RIZZELLO<sup>3</sup>, Rosella CARE<sup>4</sup>,  
Raffaella SEVERINO<sup>5</sup>, Maria Cristina MIGLIAZZA<sup>6</sup>

Dipartimento di Scienze Giuridiche, Storiche, Economiche e Sociali (DSGSES)  
Università Magna Græcia di Catanzaro

**VERSIONE NON DEFINITIVA. NON CITARE SENZA IL CONSENSO DEGLI AUTORI.**

**SOMMARIO**

Questo lavoro propone un'analisi esplorativa dei *Social Impact Bond* (SIB) e dei *Development Impact Bond* (DIB) intesi come innovativi strumenti di finanziamento per le politiche di *welfare*. Tali strumenti traggono la loro origine dal più ampio contesto della *Social Finance* e si collocano nel sempre più rilevante filone di letteratura denominato *Social Impact Investing*. L'analisi è stata condotta attraverso il metodo del *Multiple Case Studies* ed ha riguardato: i *Social Impact Bond* dello Stato di New York (USA) e di Peterborough (Regno Unito), entrambi finalizzati a programmi di riabilitazione sociale per ex detenuti; il *Social Benefit Bond* realizzato in Australia (connesso al reinserimento presso le famiglie di origine di minori in affido); il caso del *Development Impact Bond* emesso dal governo inglese e destinato alla prevenzione sanitaria in Uganda. I risultati di questo lavoro contribuiscono al dibattito esistente sul tema dell'efficace utilizzo dei suddetti strumenti finanziari nell'ambito delle politiche di *welfare*.

---

<sup>1</sup> Pur se la stesura finale e complessiva di questo lavoro è stata oggetto di un'elaborazione congiunta, Rosella Carè ha trattato i paragrafi 1, 5 e 6; Annarita Trotta ha trattato i paragrafi 2 e 3; Alessandro Rizzello ha trattato i paragrafi 4.1, 4.2.1 e 4.4; Maria Cristina Migliazza ha svolto il paragrafo 4.3 mentre Raffaella Severino si è occupata del paragrafo 4.2. I contenuti presenti in questo lavoro sono di esclusiva proprietà degli autori.

<sup>2</sup> PhD, Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari, DSGSES, Università degli Studi di Magna Græcia di Catanzaro.

<sup>3</sup> PhD Student, DSGSES, Università degli Studi di Magna Græcia di Catanzaro.

<sup>4</sup> PhD in Sciences de Gestion, CNAM Paris; Docente a contratto, DSGSES, Università degli Studi di Magna Græcia di Catanzaro.

<sup>5</sup> PhD Student, DSGSES, Università degli Studi di Magna Græcia di Catanzaro.

<sup>6</sup> PhD in Health Care Management and Economics, DSGSES, Università degli Studi di Magna Græcia di Catanzaro.

## 1. Introduzione

Il *Social Impact Investing*, definito come investimento diretto a generare sia un impatto sociale positivo che un ritorno di tipo finanziario, è considerato un promettente approccio per la soluzione delle più urgenti sfide sociali (Hochstadter & Scheck, 2014). Tale approccio è considerato particolarmente efficace nell'ambito di quattro principali *mega-trends*: i mercati *Bottom of the Pyramid* (BoP), la *green economy*, il segmento *Lifestyle of Health and Sustainability* e le politiche di riconfigurazione del *welfare* (Martin, 2013). In tale contesto, particolare rilievo è attribuito ai *Social Impact Bond* (SIB) - nuovi strumenti di finanziamento a favore dei servizi di *welfare* - promossi, a partire dal 2010, nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Australia (Social Finance UK, 2014c). Più di recente, si assiste ad un adattamento del modello SIB ai paesi in via di sviluppo (Center for Global Development and Social finance, 2013), in cui si stanno sperimentando i *Development Impact Bond* (DIB). Alla luce della crescente attenzione rivolta da studiosi ed operatori ai temi in questione, questo lavoro ha l'obiettivo di: 1. esplorare gli ambiti di ricerca che interessano il *Social Impact Investing* e la *Development Finance*, al fine di esaminare se e come strumenti finanziari innovativi riescano a generare modelli affidabili nella finanza per il *welfare*; 2. analizzare similitudini e differenze tra modelli di SIB e DIB; al fine di comprendere limiti ed opportunità di tali strumenti. La metodologia adottata si basa sull'analisi dei casi multipli (Yin, 2014), scelti sulla base dei criteri di: 1) interesse scientifico (ogni caso delinea specifiche caratteristiche del fenomeno osservato); 2) osservazione trasparente (ogni caso ha una adeguata disponibilità di informazioni verificabili). In particolare, i casi oggetto di indagine sono: il *Social Impact Bond* della città di New York City e della Contea di Monroe, denominato "*Increasing Employment and Improving Public Safety*"; il *Social Impact Bond* di Peterborough (UK), denominato "*HerMajesty's Prison – Peterborough*"; il *Social Benefit Bond* del New South Wales (Australia), denominato "*Newpin*" e il *Development Impact Bond* promosso in Uganda e denominato "*Sleeping sickness*".

I risultati di questo lavoro propongono, anche, suggerimenti e linee d'azione agli operatori e ai *policy makers* utili per supportare strategie volte a favorire lo sviluppo del mercato del *Social Impact Investing*, soprattutto nelle aree in cui questo è ancora marginale.

## 2. Il contributo della *Social and Sustainable Finance* alle politiche di riconfigurazione del *welfare*: lo stato dell'arte

La progressiva riduzione della spesa pubblica per il *welfare*, soprattutto nei paesi ad economia avanzata, pone studiosi, operatori e *policy maker* di fronte ad importanti ed urgenti sfide. Fra queste, particolare rilievo viene attribuito ai temi della sostenibilità dei sistemi di *welfare* e alla possibilità di individuare forme e strumenti di finanziamento capaci di attrarre capitali privati da canalizzare a favore del settore pubblico, a sostegno (e integrazione) della spesa sociale (Del Giudice, 2015:19).

Al riguardo, da tempo si sostiene che i pressanti vincoli alla spesa pubblica per il *welfare* rappresentano uno dei principali driver per lo sviluppo e la diffusione di un'innovazione finanziaria funzionale ai bisogni sociali e alle molteplici esigenze di innovazione sociale (Social Impact Investment Italian Task Force, 2014; Azemati et al., 2013).

La ricerca di nuove e più articolate risposte, sul piano operativo, a problematiche di rilevante portata socioeconomica – divenute più urgenti a seguito della recente crisi finanziaria ed economica – trova utile supporto negli emergenti approcci accademici agli studi di banca e finanza, che rappresentano interessanti *alternative voices* (Rappaport, 2012; Shiller, 2012) rispetto alle precedenti impostazioni, basate su schemi tradizionali, che hanno mostrato, proprio a seguito della suddetta crisi, limiti e inadeguatezze (Krugman, 2014).

La *Social and Sustainable Finance*, in particolare, si propone come una nuova *view* le cui direttrici si snodano lungo metriche che prevedono il conseguimento di impatti sociali e ritorni finanziari positivi e sostenibili, in un'ottica di *blended value* (Geobey & Weber, 2013:127).

Tuttavia, seppure utilizzati sempre più frequentemente, i concetti di *Social Finance*, o anche di *Social and Sustainable Finance*, non sono ancora chiaramente definiti negli spazi e nei limiti di definizione.

Harji e Hebb (2010) definiscono la *Social Finance* come l'insieme di strumenti e strategie di utilizzo del capitale in cui intenzionalmente si produce *blended value* (economico, sociale e/o ambientale). Seguendo l'approccio di Weber (2012), la *Social Finance* può essere considerata come un "*umbrella construct*" in cui ricomprendere prodotti e servizi che hanno l'obiettivo di realizzare impatto sociale e ambientale compatibile con un appetibile profilo finanziario.

Va da sé che, allo stato attuale, non è ancora disponibile un'opera di sistematizzazione di tutti i contributi, capace di definire puntualmente perimetri di definizione e microstruttura di un "*academic landscape*". Si rileva, tuttavia, come negli ultimi quattro anni si sia intensificata la produzione scientifica su questi temi (Hochstadter e Scheck, 2014).

Gli studiosi concordano, in particolare, nel ritenere che la *Social Finance* si pone come mezzo utile per risolvere le sfide sociali ed ambientali del nuovo millennio.

Al riguardo, vale la pena rappresentare quanto affermato da Brandstetter e Lehner (2014:10): "*Going back to the roots of the current movement, social finance emerged because governments, charities and philanthropists alone are no longer capable of dealing with the 21st century's social and environmental challenges. Focusing on the act of charitable giving rather than on achieving social outcomes and depending on unpredictable funding, prevented almost all charitable organisations from realising their potential effectiveness and scale. While problems are getting bigger and available resources scarcer, this established binary system is breaking down. Realizing that governments are not best placed to find solutions to social issues and fiscal expenditures fall far short of expected needs, the third sector turned to the business sector to become more "businesslike"*" (Canadian Task Force on Social Finance, 2010; Cohen, 2014)".

Questi temi, a parere di chi scrive, costituiscono le nuove frontiere negli studi di banca e finanza, su cui l'Accademia, a livello internazionale è particolarmente coinvolta (Rizzello et al., 2015).

Nell'ambito di questo approccio, uno dei filoni di ricerca, allo stato, più investigati è quello della finanza ad impatto sociale, che si propone di favorire l'intervento di capitali privati nel finanziamento di programmi sociali (Martin, 2013).

Più in dettaglio, la caratteristica fondamentale del *Social Impact Investing* (SII) è quella di attrarre investitori (di diversa tipologia ed estrazione) accomunati dalla "consapevolezza" e dalla volontà di indirizzare capitali verso attività in grado di produrre non solo ritorni economici ma anche forme misurabili di impatto sociale (Viviers et al., 2011; Jackson, 2013; Wood et al., 2013; Evans, 2013).

Come sottolineato da O'Donohoe (2010) l'*Impact Investing* rappresenta un'*asset class* emergente caratterizzata da una relazione "rischio-rendimento" del tutto particolare. Nello specifico, l'*Impact Investing* presenta caratteristiche molto simili a quelle degli investimenti di tipologia "*high-yield*" (O'Donohoe, 2010; Brandstetter & Lehner, 2014; Geobey et al., 2013).

I primi lavori scientifici sul tema degli investimenti ad impatto sociale sono rinvenibili a partire dal 2011. I Paesi principalmente interessati dal fenomeno sono il Regno Unito, gli Stati Uniti e l'Australia. Ove si guardi, anche, alla stima del potenziale di mercato - ritenuto compreso tra 1000 e 14000 miliardi di dollari (O'Donohoe, 2010) - non può non concordarsi sul fatto che il *Social Impact Investing* rappresenti il più promettente approccio per la soluzione delle sfide sociali (Jackson, 2013:608).

Martin (2013) individua come il SII sia particolarmente efficace nelle politiche di riconfigurazione del *welfare*; Warner (2013) individua nei SIB efficaci strumenti in grado di attrarre investimenti privati in aree altamente controverse di politica sociale.

In un recente lavoro realizzato da chi scrive (Rizzello et al., 2015), finalizzato ad esplorare l'evoluzione delle principali ricerche in tema di *impact investing*, viene fornita una mappatura del *Social Impact Investing Academic landscape*. Più in dettaglio, gli Autori individuano, nell'ambito del SII, 3 fondamentali "domini" di ricerca: i) la finanza sostenibile; ii) l'imprenditorialità ad impatto; iii) le politiche pubbliche. Elemento comune (che funge da cerniera) dei tre domini risulta essere il filone di ricerca dei *Social Impact Bond*.

Inoltre, l'area di studio dei SIB si interfaccia, in modo più strutturato, con i temi delle politiche pubbliche, approfondendo aspetti strettamente collegati a *Social Policy*, *New Public Management*, *Payment by Results*, *Pay for Success*.

I SIB sono, pertanto, uno dei principali "pilastri" dell'industria dell'*Impact Investing* e una delle più promettenti aree di ricerca, con numerose implicazioni, sia sul piano dell'astrazione teorica che su quello dell'evidenza empirica. Alla base di tale innovativo strumento finanziario vi sono: i) il coinvolgimento - nella modalità delle *Public Private Partnership(s)* - di attori pubblici e privati; ii) un investimento monetario iniziale; iii) un programma di azione.

I SIB rappresentano un caso pratico di approfondimento dei concetti riconducibili al *New Public Management*: gli appalti, la misurazione delle prestazioni e i partenariati pubblico-privato (PPP) (Warner, 2013: 305). I SIB consentono, inoltre, di trasferire il rischio del progetto dai cosiddetti "*tax-payers*" agli investitori (Bugg-Levine et al., 2012; Warner, 2013).

Il contributo che i SIB sono in grado di offrire alle politiche di *welfare* emerge, anche, dalla rassegna delle principali definizioni esistenti in letteratura.

Schinckus (2015:104) definisce i *Social Impact Bond* come attività finanziarie il cui obiettivo è quello di attrarre investitori per il finanziamento di programmi sociali, fornendo incentivi finanziari nel caso in cui il progetto raggiunga gli obiettivi predefiniti.

McHugh et al. (2013:247) definiscono i SIB come un nuovo ed innovativo modello di investimento finanziario che potrebbe trasformare la fornitura di servizi sociali. Anche Warner (2013:303) enfatizza il rilievo di questi strumenti, in grado di attrarre investimenti privati per programmi sociali, con caratteristiche tecniche fondate sul pagamento di un tasso di rendimento (in linea con quelli di mercato) in caso di conseguimento degli obiettivi predefiniti.

In particolare, Shiller (2013:23) sottolinea il fatto che i SIB rappresentano un ottimo strumento ad integrazione del finanziamento pubblico dei programmi sociali. Questo fondamentale – ed innovativo – elemento viene messo in evidenza anche da Jackson (2013) e Warner (2013).

Seppur ormai piuttosto standardizzati nello schema di finanziamento, così come evidenziato da Brandstetter & Lehner (2014), i *Social Impact Bond* assumono nomi diversi in relazione all'area geografica in cui si sviluppano.

In Europa questi prodotti finanziari sono noti come *Social Impact Bonds*. Vengono anche denominati *Pay-per-success* (PFS) negli Stati Uniti e *Social Benefit Bond* (SBB) in Australia.

Più di recente, si assiste a forme di ingegneria finanziaria riguardanti l'adattamento del modello SIB ai Paesi in via di sviluppo (Center for Global Development and Sustainable finance, 2013), in cui si stanno sperimentando i *Development Impact Bond*, individuati come l'ultima frontiera di strumenti *outcomes-based* (Brandstetter & Lehner, 2014).

I DIB possono essere definiti come strumenti finanziari in grado di reperire nuove fonti di finanziamento - provenienti da investitori privati - finalizzate al raggiungimento di obiettivi di sviluppo (Wilson et al, 2015).

Risultano essere caratterizzati dal coinvolgimento di agenzie per lo sviluppo internazionale oltre che dai governi (Wilson et al, 2015).

Taluni Autori distinguono concettualmente i DIB dai SIB, mentre altri concludono che si è comunque in presenza di un modello SIB semplicemente adattato ai Paesi in via di sviluppo. La diversa denominazione attiene pertanto esclusivamente allo stadio di sviluppo del Paese destinatario del Progetto (Center for Global Development and Social Finance, 2013).

Secondo l'ultima rilevazione OCSE, pubblicata nel 2015 ma riferita ad aprile 2014, i SIB in fase di realizzazione risultavano essere 21 mentre quelli in fase di lancio 22 (Wilson et al. 2015).

Dati recenti (Wilson et al. 2015) consentono di rilevare una maggiore frequenza di interventi nel settore delle politiche sociali (interventi a sostegno dell'occupazione e a sostegno dei senzatetto), della salute e della pubblica sicurezza (reinserimento sociale dei detenuti) mentre i Paesi principalmente interessati dal fenomeno sono il Regno Unito (con 17 Progetti) e gli Stati Uniti (8 Progetti).

Vale la pena evidenziare che esiste un filone di letteratura focalizzato ad esplorare l'uso di questi strumenti a sostegno di politiche sanitarie (Crowley, 2014; Ward, 2012), di politiche di reinserimento sociale dei carcerati (Deering, 2014; Fox & Albertson, 2011; Fox & Albertson, 2012; Hedderman, 2013) e di politiche per i servizi sociali (Kim & Han, 2015; Fitzgerald, 2013; Stoesz, 2014).

Dalla disamina della letteratura emergono, inoltre, le principali caratteristiche dei SIB, individuabili nella: a) presenza di investitori privati; b) definizione di metriche d'impatto sociale, al fine di corrispondere (o meno) interessi e/o capitali; c) presenza di intermediari (finanziari) che hanno la principale responsabilità della gestione del contratto con il settore pubblico così come della individuazione degli investitori e del *service provider* (Joy & Shields, 2013; Warner, 2013).

L'assenza di metriche consolidate (e condivise) di misurazione di variabili come rischio e rendimento di questa specifica *asset class* rende, allo stato attuale, poco diffuso l'investimento in questo settore (Nicholls, 2009; Geobey et al., 2012; Wood et al, 2012; Delgiudice, 2015; Schinckus, 2015).

La letteratura internazionale sul tema individua quali principali fattori ostativi allo sviluppo di questi strumenti le problematiche riguardanti le metriche di misurazione oltre che le questioni connesse alla valutazione di tali strumenti in un'ottica di portafoglio (Brandstetter & Lehner, 2014; Jackson, 2013; Geobey & Weber, 2013; Wood et al., 2013; Geobey et al., 2012; Bugg-Levine et al., 2012).

Saltuk et al. (2011), inoltre, ritengono che la mancanza di *track record* di investimenti di successo costituisca il principale ostacolo alla crescita del settore.

Per questa ragione, ulteriori studi finalizzati all'approfondimento delle principali criticità e degli aspetti tecnici sono sollecitati nell'ambito del dibattito accademico attualmente in corso.

### 3. Note metodologiche

Alla luce della crescente attenzione rivolta da studiosi ed operatori ai temi in questione, questo lavoro si pone l'obiettivo di contribuire al dibattito accademico esistente sul *Social Impact Investing* e sul contributo che alcuni strumenti finanziari tipici del SII possono offrire alle politiche di *welfare*; attraverso un'analisi descrittiva ed esplorativa degli schemi contrattuali e degli aspetti tecnico-economici dei alcuni modelli di SIB e DIB attualmente esistenti.

Questo lavoro si avvale di un approccio di tipo induttivo-deduttivo, frequente negli studi economico-aziendali. Il metodo di analisi è di tipo qualitativo. L'uso di metodi qualitativi nelle ricerche di finanza è raro (Gippel 2014) ma non del tutto inusuale (si vedano ad esempio: Rhoades, 1997; Kumar & Goyal, 2015). Più in dettaglio, il metodo in questa sede utilizzato combina l'analisi della letteratura con un'analisi empirica, basata sui *Multiple Case Studies* (MCS) (Yin, 1994). Lo studio dei casi consente di far emergere i principali connotati dei fenomeni oggetto di analisi e di individuare le dinamiche dei processi oggetto di analisi (Eisenhardt, 1989; Yin, 1994).

L'analisi condotta è di tipo descrittivo ed esplorativo (Fattore, 2005).

La letteratura sembra concordare sul fatto che, nel campo economico-aziendale, la ricerca qualitativa attraverso l'uso dei *case studies* si presta all'approfondimento di fenomeni raramente osservati nel loro complesso, al fine di consentire un'originale elaborazione di concetti utili per successivi approfondimenti e per proposizioni di più ampio respiro (Eisenhardt, 1989; Yin, 1994; Fattore, 2005).

Secondo Yin (2005) il metodo dello studio dei casi può essere definito come: “*un metodo di ricerca che consente di investigare un fenomeno contemporaneo, nel suo contesto, quando i confini tra fenomeno e contesto non sono ben definiti*” (p. 44).

Il metodo del *case study* è particolarmente utile nelle situazioni in cui le variabili da osservare sono molteplici e le fonti dei dati sono numerose (Yin, 2005:45).

Con riferimento alle modalità di selezione del campione, seguendo quanto previsto da Patton (2002), abbiamo selezionato 4 casi, intensi e ad elevato contenuto informativo: il *Social Impact Bond* della città di New York City e della Contea di Monroe, denominato “*Increasing Employment and Improving Public Safety*”; il *Social Impact Bond* di Peterborough (UK), denominato “*HerMajesty'sPrison – Peterborough*”; il *Social Benefit Bond* del New South Wales (Australia), denominato “*Newpin*” e il *Development Impact Bond* promosso in Uganda e denominato “*Sleeping sickness*”.

I casi sono stati selezionati accuratamente, nel rispetto delle seguenti regole:

1. interesse scientifico: ogni caso selezionato presenta numerose specifiche caratteristiche del fenomeno osservato;
2. osservazione trasparente: tutti i casi prescelti sono dotati di una adeguata disponibilità di informazioni pubbliche.

L'affidabilità dello studio dei casi è garantita dal protocollo di ricerca sviluppato (Yin, 2014). In particolare, è stato utilizzato un protocollo originale, definito in fase di progettazione della ricerca; successivamente i dati sono stati registrati da almeno due ricercatori e verificati dal coordinatore della ricerca. Al termine di questa fase, sono state condotte interviste ad hoc finalizzate all'approfondimento di alcune criticità emerse durante le fasi della ricerca.

Il protocollo di ricerca ha consentito di individuare le fonti (pubbliche ed istituzionali) dei dati da utilizzare, le dimensioni di analisi da considerare, le modalità di *recording* e *reporting*.

Per quanto riguarda le fonti dei dati, per tutti i casi si è fatto riferimento a: i) documenti ufficiali (documenti governativi, documenti degli intermediari coinvolti, ecc); ii) interviste con testimoni privilegiati; iii) *Report* e fonti secondarie (siti web; *Report* di operatori specializzati).

### 4. Analisi dei Casi Studio

#### 4.1 Il caso studio del Social Impact Bond “*Increasing Employment and Improving Public Safety*” (New York State – USA).

Dati ufficiali riferiti agli USA stimano che oltre 700.000 detenuti in media ogni anno terminano il loro periodo di detenzione. Di questi, circa la metà vengono arrestati entro i tre anni successivi al periodo di cessazione della detenzione stessa (Carson & Sabol, 2012). Ai costi direttamente collegati alla detenzione dei delinquenti, occorre poi aggiungere quelli collegati ai danni provocati alle vittime dei reati e alla diminuzione della sicurezza percepita nelle comunità locali.

Nello Stato di New York l'elevato tasso di recidive degli ex detenuti, negli ultimi anni, ha prodotto elevati costi sociali (NYS DOCCS & NYS Division for Criminal Justice Services Analysis, 2013). Ciò può essere mitigato - come dimostrato da appositi studi (Shabbes, 2013) - attraverso la realizzazione di programmi finalizzati all'integrazione degli ex detenuti. Secondo analisi attendibili, la percentuale di ex detenuti in possesso di un lavoro stabile che ritorna a delinquere è molto contenuta, al contrario, invece, della percentuale di ex detenuti che compiono nuovi crimini in assenza di un congruo inserimento nel mondo del lavoro (MDRC, 2012).

Muovendo da questi dati riguardanti la riduzione del tasso di recidiva (e, di conseguenza, il miglioramento delle condizioni di vita delle comunità locali) il Governatore dello Stato di New York ha avviato, nel 2012, la strategia di *policy* denominata “*Work for Success*” (NYS, 2012).

Nell'ambito di tale strategia, basata su una logica *pay for success* nell'erogazione dei servizi di riabilitazione per gli ex detenuti, lo Stato di New York ha promosso un *Social Impact Bond* denominato “*Increasing Employment and Improving Public Safety*”.

Nel 2012, lo Stato di New York ha affidato a Social Finance US<sup>7</sup> la progettazione di programmi di re-inserimento al lavoro per ex detenuti basati su uno schema di finanziamento *pay for success*.

Dopo aver individuato i bisogni di re-inserimento degli ex detenuti e aver condotto attività di *due diligence* sui vari tipi di intervento possibili e sui vari enti che li realizzano, Social Finance US ha indicato, nel 2012, l'impresa sociale Center for Employment Opportunities (CEO)<sup>8</sup> l'ente cui affidare la realizzazione del programma sociale di re-inserimento. La fase di progettazione del *Social Impact Bond*, curata da Social Finance US in partnership con lo Stato di New York e di CEO, viene conclusa nel giugno del 2013 grazie anche alla consulenza giuridico-amministrativa dello studio legale Jones Day e alla consulenza tecnica di Harvard Kennedy School Impact Bond Technical Assistance Lab (Social Finance US, CEO & NYS, 2014).

Il SIB è stato avviato nel settembre 2013. Gli obiettivi finali stabiliti in fase di progettazione sono stati individuati nei seguenti:

1. aumentare il tasso di occupazione tra gli ex detenuti entro un anno dal termine della loro detenzione in carcere;
2. ridurre i casi di recidiva tra gli ex detenuti, espressi in numero di giorni di detenzione.

In Tabella 1 sono sintetizzate le informazioni tecnico amministrative del SIB in esame.

Tabella 1 – SIB “*Increasing Employment and Improving Public Safety*” (Stato di New York - USA)

|  |  |
|--|--|
| Area locale d'intervento   | New York City e Contea di Monroe   |
| Stato  | New York State (USA)   |
| Data di inizio del programma   | Settembre 2013   |
| Durata complessiva del contratto   | 66 mesi  |
| Area sociale di intervento   | Re-inserimento sociale degli ex detenuti   |
| Definizione Outcome  | a) Percentuale di ex detenuti che hanno trovato stabile occupazione;<br>b) Riduzione del tasso di recidiva;<br>c) Numero di ex detenuti che aderiscono al servizio <i>Transitional Jobs</i>  |
| Soglie minime di performance richieste per il pagamento da parte dell'outcome payer. | Le soglie sono stabilite solo per gli outcomes a) e b):<br>Outcome a): 5% di incremento rispetto al gruppo di controllo;<br>Outcome b): riduzione di almeno 36,8 giorni di detenzione per persona rispetto al gruppo di controllo. |
| Metodologia di Misurazione dei risultati;  | Randomized Control Trial per gli outcome a) e b). Dati amministrativi per outcome c).  |
| Ente valutatore.   | Valutazione a cura di NYS Department of Corrections and Community  |

<sup>7</sup>Fondata nel gennaio 2011, Social Finance US è un'organizzazione privata no-profit statunitense specializzata nella finanza sociale. L'organizzazione è dedita in particolare alla progettazione di partnership pubblico private finalizzate a soluzioni di problemi sociali complessi come povertà, criminalità, salute o disoccupazione in particolare agendo come intermediari di mercato nella implementazione di strumenti finanziari basati su logiche *pay for success*. Per ulteriori informazioni si veda: <http://www.socialfinanceus.org>.

<sup>8</sup>Center for employment opportunities(CEO) è una organizzazione no-profit statunitense che da oltre trenta anni si occupa di fornire servizi per l'impiego a detenuti e detenute che terminano il periodo di detenzione in carcere. E' specializzata nel collocamento di ex detenuti ricompresi nella fascia d'età tra i 18 e i 25 anni ritenuta a più alto rischio di recidiva soprattutto per le difficoltà connesse all'inserimento nel mondo del lavoro. Per ulteriori informazioni si veda: <http://ceoworks.org>

|   |  |
|---|--|
|   | Supervision Research e NYS Department of Labor Research;   |
| Validatore  | Chesapeake Research Associates   |
| Corrispettivi previsti al raggiungimento della soglia minima di performance | Outcome a): Fase I: \$6.000 x pers.; Fase II: \$6.360 x pers.<br>Outcome b): Fase I: \$85 x day; Fase II: \$90,1 x day.<br>Outcome c): Fase I: \$3.120 x pers.; Fase II: \$3.307 x pers. |

Fonte: Elaborazione autori su dati Social Finance, CEO e New York State

Il programma di re-inserimento lavorativo interessa un totale di 2.000 ex-detenuti dei penitenziari di New York City e di Rochester. Il programma prevede due cicli di riabilitazione, riguardante ognuno 1.000 ex detenuti. Il secondo ciclo prevede l'avvio a due anni di distanza dalla partenza del primo (Social Finance US, CEO & NYS, 2014).

Il servizio di riabilitazione prevede le seguenti attività a favore dei detenuti: *life-skills training*, avviamento a programmi di lavoro temporaneo sotto la supervisione di CEO, servizio di *job placement* e servizio di assistenza *post-placement*. Il SIB comprende, anche, una serie di attività che non si limitano alla riabilitazione degli ex detenuti. Le principali attività rientranti nel progetto possono essere così riassunte: reperimento delle risorse finanziarie presso gli investitori, fase di individuazione dei soggetti da sottoporre al programma di riabilitazione e dei soggetti che costituiranno il gruppo di controllo<sup>9</sup>, avviamento degli ex detenuti al programma, realizzazione del servizio da parte del *service provider*, osservazione e raccolta dei dati, misurazione dei risultati, pagamento dei corrispettivi al raggiungimento di una determinata soglia di risultato da parte dell'*outcome payer*. Ognuna di queste attività si ripete per ogni ciclo. Anche il pagamento dei corrispettivi, pertanto, viene effettuato al termine di ogni ciclo<sup>10</sup> (Social Finance US, CEO & NYS, 2014).

Ulteriori partner sono: il New York State Department of Corrections and Community Supervision Division of Program Planning, Research and Evaluation (*NYS DOCCS Research*) e il New York State Department of Labor Research (*NYS DOL Research*) che valutano, attraverso la metodologia denominata *Randomised Controlled Trial* (RCT), i risultati del programma e l'assegnazione degli ex detenuti ai gruppi di intervento e di controllo.

L'utilizzo di tale metodologia, decisa dai partner in fase di progettazione, rappresenta un ulteriore elemento di novità che caratterizza il SIB in esame. La validazione indipendente dei risultati e degli obiettivi di impatto è stata affidata, infine, a Chesapeake Research Associates<sup>11</sup> (Social Finance US, CEO & NYS, 2014).

Le metriche di *outcome* stabilite sono tre: tasso di occupazione, tasso di recidiva, numero di partecipanti al programma *Transitional Jobs*. La prima metrica viene espressa in termini di punti percentuali di differenza tra il tasso di occupazione che interessa il gruppo che beneficia del programma di riabilitazione e il gruppo di controllo, ad un anno dal termine della detenzione. L'*outcome* relativo al tasso di recidiva si riferisce alla differenza, nell'ambito dei medesimi gruppi, tra il numero medio di giorni di detenzione registrati al termine del periodo di osservazione. L'ultimo *outcome* previsto riguarda, infine, il numero di ex detenuti che partecipa al programma di reinserimento che aderisce al programma di avviamento al lavoro denominato *Transitional Jobs* (Social Finance US, CEO & NYS, 2014).

Affinché si attivi il meccanismo di corresponsione agli investitori, da parte dell'*outcome payer*, dei corrispettivi connessi al raggiungimento degli obiettivi di *performance*, il progetto deve raggiungere le soglie minime di *outcome* come previste in Tab. 1. Al superamento di tali soglie l'*outcome payer* corrisponderà \$ 6000 (che diventano 6.360 nella fase II) per ogni ex detenuto con occupazione stabile, \$3.120 (\$3.307 in fase

<sup>9</sup>Per gruppo di controllo si intende una "campione" composto con soggetti in possesso degli stessi requisiti di eleggibilità al programma di cui si vogliono misurare i risultati. Tale gruppo funge, pertanto, da parametro utile a determinare i risultati che si verificano in un gruppo, che possiede sì le stesse caratteristiche di quello che prende parte al programma, ma che non beneficia di tali interventi. I risultati del gruppo di controllo, quindi, saranno rapportati ai medesimi risultati registrati nel gruppo che beneficia del programma. Per approfondimenti si rimanda a Social Finance, CEO e NYS, 2014.

<sup>10</sup>Nella fase I l'*outcome payer* è rappresentato dal US Department of Labor e, nella fase II, dal NYS Department of Labor.

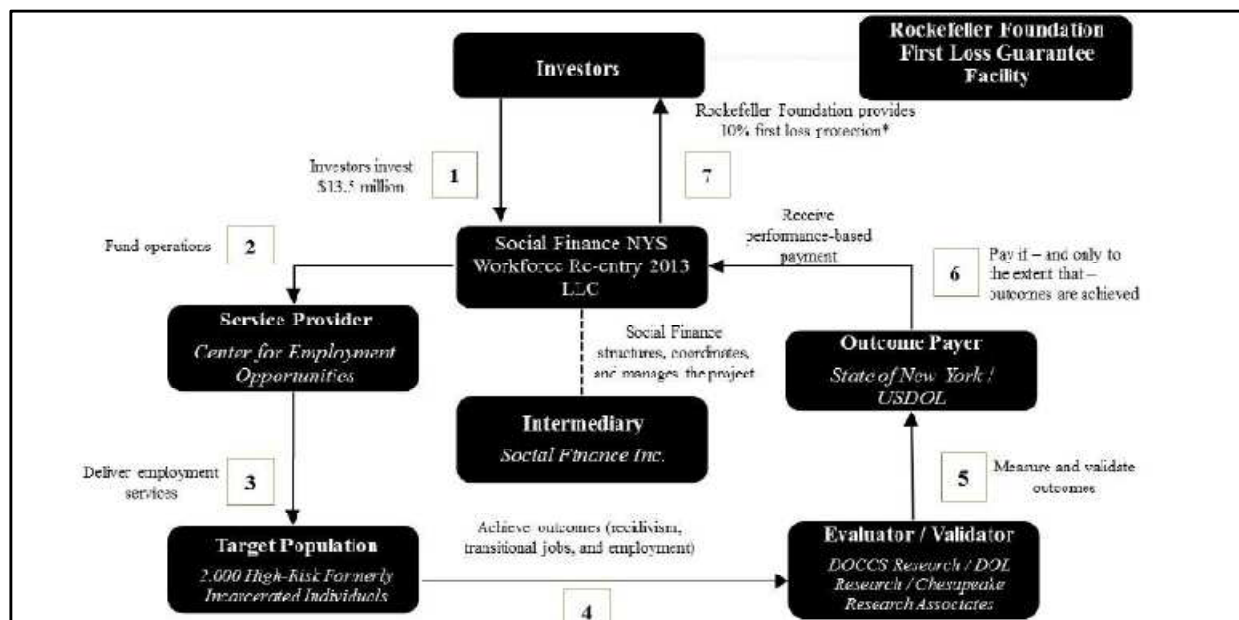
<sup>11</sup> Chesapeake Research Associates è una azienda for profit fondata nel 2002 con la finalità di fornire servizi di ricerca e valutazione al governo federale e ai singoli stati USA, a organizzazioni no-profit e for profit sia negli USA che all'estero. Chesapeake è specializzata soprattutto nella progettazione, implementazione e nel reporting in progetti che adottano metodologie di valutazione Randomized Control Trials. Per ulteriori informazioni si veda: <http://www.chesapeake-research.com/about-us>.



II) per ogni ex detenuto sottoposto al programma che prende parte con successo ai Transitional Jobs e, infine, \$ 85 (\$ 90,1 in fase II) per ogni giorno in meno di detenzione a persona. Tale ultimo corrispettivo si riferisce alla remunerazione relativa alla riduzione delle recidive espressa, appunto, in termini di giorni di detenzione per persona (scontati, cioè, da ogni ex detenuto che torna a delinquere) (cfr. Tab. 1).

Il budget totale del progetto finanziato dagli investitori (pari a 12,18 milioni di dollari) viene destinato per il 90% a copertura degli oneri sopportati da CEO e, per la restante parte, a copertura delle attività di progettazione e di *risk management* di Social finance US, della consulenza legale dello Studio Jones Day e delle commissioni dovute, per l'attività di intermediazione, alla banca d'investimento coinvolta nel progetto, Bank of America Merrill Lynch (Social Finance US, CEO & NYS, 2014). Questa, attraverso la piattaforma "Merril Lynch Global Wealth Management" ha raccolto, da oltre 40 *impact investors* e fondazioni filantropiche, le risorse da destinare al programma. L'intervento di un intermediario finanziario nella raccolta degli investimenti necessari rappresenta un significativo elemento di novità nell'ambito dell'avviamento di un *Social Impact Bond*. A parziale garanzia di tali investimenti (nel caso di mancato raggiungimento degli obiettivi prefissati di *performance*) Rockefeller Foundation ha rilasciato una garanzia (per 1,32 milioni di dollari), a valere su circa il 10 % delle somme investite (Social Finance US, CEO & NYS, 2014).

Figura 1. New York State SIB: mappa degli attori



Fonte: Social Finance US, CEO & NYS, 2014, pag. 5

In Fig. 1 sono rappresentati gli attori coinvolti nel SIB e le relazioni che intercorrono tra questi. Dalla Fig. 1 emerge, inoltre, la centralità di Social Finance US. Questo, infatti, oltre a svolgere una funzione di coordinatore della fase di progettazione svolge anche le funzioni di coordinamento e di gestione delle fasi del progetto. Attraverso la società di gestione del SIB, Social Finance NYS Workforce Re-entry LLC, Social Finance US ha creato lo strumento giuridico per la gestione dei flussi finanziari che si generano nel progetto tra gli investitori, il *service provider* e l'*outcome payer*.

Da un punto di vista dei flussi finanziari, infatti, il progetto ha inizio (fase 1 della Fig. 1) con una fase di raccolta di capitale presso gli investitori. Detti capitali vengono utilizzati per ripagare il service provider del servizio svolto con gli ex detenuti. Al termine del periodo di svolgimento del servizio con gli ex detenuti, segue, come prima specificato, un ulteriore periodo di valutazione dei risultati raggiunti. Solo dopo la validazione dei risultati da parte di Chesapeake Research Associates l'*outcome payer* provvede a corrispondere alla società di gestione del SIB i corrispettivi pre-stabiliti *se e solo se* questi superano le soglie indicate in Tab 1. Il flusso finanziario, quindi, si chiude con la corresponsione (al raggiungimento della soglia di performance stabilita) agli investitori (fase 7 della Fig. 1), tramite la società di gestione del SIB, delle somme erogate dal committente a titolo di corrispettivo per il raggiungimento degli *outcome*.

Poiché il corrispettivo massimo elargibile, in caso di risultati di performance ottenuti elevati, è fissato in \$21.540.000, il rendimento finanziario massimo è determinabile nel 12,5% annuo (Social Finance US, CEO



e NYS, 2014). La fissazione di un tetto massimo di corrispettivi da corrispondere a fronte degli *outcome* raggiunti risponde all'esigenza che questi non eccedano i risparmi di spesa pubblica generati dal progetto (Social Finance US, CEO & NYS, 2014).

Il primo ciclo del programma di riabilitazione è attualmente in corso. I risultati definitivi e, quindi, i primi eventuali pagamenti dei corrispettivi a fronte degli *outcome*, sono previsti nella seconda metà del 2017 (Social Finance US, CEO & NYS, 2014).

#### 4.2 Il caso studio del Social Impact Bond “HerMajesty’s Prison – Peterborough” (Regno Unito)

Nel Regno Unito circa il 60% dei detenuti con pene inferiori ad un anno torna a delinquere entro l'anno, determinando un costo notevole per le casse statali inglesi e si stima che il costo di un singolo detenuto nel Regno Unito sia di £ 80.000 (Centre for Social Impact Bond, 2013a).

Il ministero della Giustizia, lanciando nel 2010 il primo *Social Impact Bond*, ha messo a punto un programma finalizzato a delineare gli interventi sociali che favoriscono la riabilitazione sociale degli ex detenuti. Il SIB in esame, denominato *Her Majesty’s Prison* (HMP) Peterborough, rientra in questo quadro di riforma.

Nel settembre del 2010 il SIB HMP Peterborough è stato ufficialmente avviato. E' stato presentato alla comunità finanziaria internazionale come un innovativo programma sociale basato su un modello di *government* in cui la pubblica amministrazione innova il sistema di *welfare* contenendone il budget (Osborne & Gaebler, 1995), introducendo un modello “dinamico” di finanziamento dei bisogni sociali, al fine di poter offrire prestazioni efficienti flessibili e adattabili alle esigenze concrete della comunità (Nicholls & Tomkinson, 2013).

La progettazione e lo sviluppo del SIB sono stati realizzati da Social Finance UK Ltd<sup>12</sup>. La responsabilità di questo intermediario è stata quella di progettare e sviluppare un nuovo strumento di investimento per il settore degli ex detenuti con pene inferiori ad un anno, un settore caratterizzato da elevati costi pubblici ma anche da ampi margini di riduzione delle stesse grazie ai programmi di prevenzione. Social Finance UK ha svolto, come già detto, il ruolo di intermediario, avendo curato la gestione dei rapporti con il Ministero della Giustizia britannico, con gli investitori e con gli altri soggetti coinvolti.

L'obiettivo del programma del SIB è quello del re-inserimento sociale dei detenuti che scontano pene inferiori ad un anno nel penitenziario HMP di Peterborough. Per tale “categoria” di detenuti non era previsto, fino al 2013, nessun intervento di re-inserimento sociale. In particolare, il programma mira a ridurre i fenomeni di recidiva colmando tale *service gap*. Il servizio di re-inserimento coinvolge detenuti in procinto di concludere il periodo di detenzione, con un'attività informativa sulle opportunità del programma. In dettaglio, viene offerto a ciascun ex detenuto interessato un programma personalizzato che include anche un alloggio adeguato e permanente, il trattamento per disturbi da droga e alcol, l'avviamento al lavoro, l'assistenza sociale e psicologica (Disley et al., 2011). In Tab. 2 sono riportate le principali informazioni tecnico- amministrative. La Fig. 2 rappresenta i principali attori compresi nel programma del SIB in esame e le relazioni intercorrenti tra questi.

Tabella 2 – “HMP Peterborough” (East of England - UK)

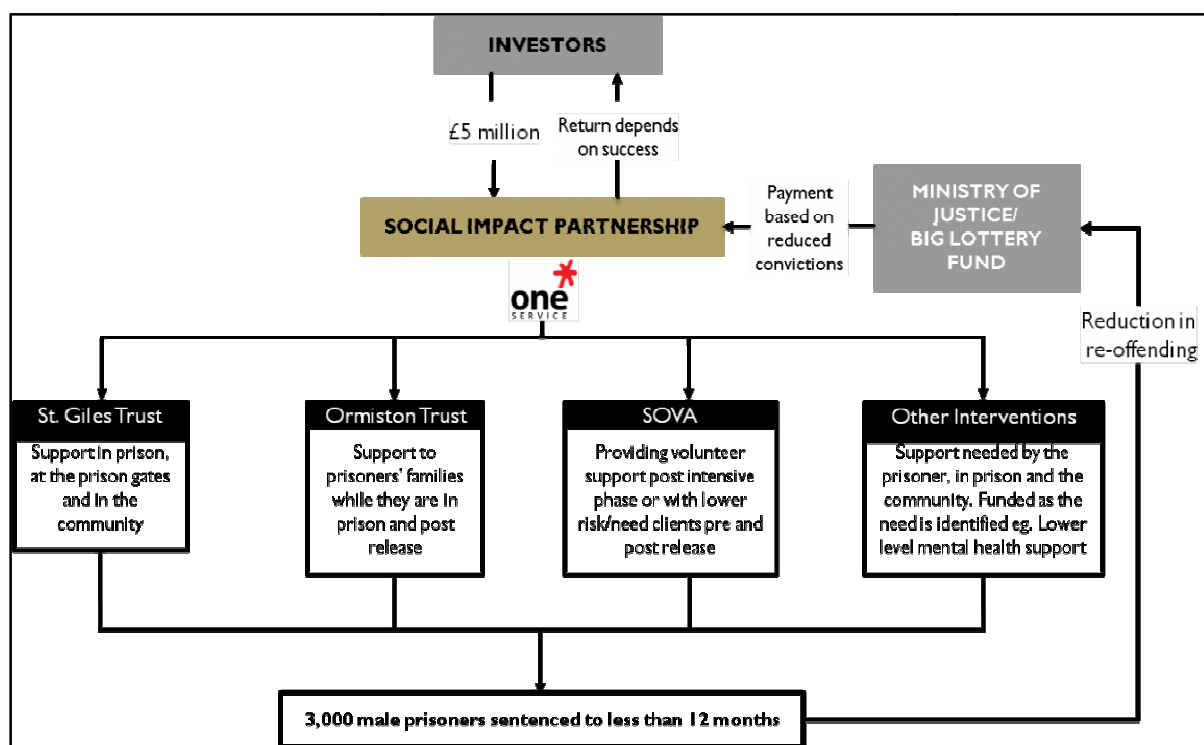
|                                  |  |
|----------------------------------|--|
| Area locale d'intervento         | Peterborough, East of England  |
| Stato                            | Regno Unito  |
| Data di inizio del programma     | Marzo 2010   |
| Durata complessiva del contratto | 96 mesi  |
| Area sociale di intervento       | Re-inserimento sociale degli ex detenuti   |
| Definizione Outcome              | Riduzione del tasso di recidiva rispetto al gruppo di controllo associato che si |

<sup>12</sup>Fondata nel gennaio 2007, Social Finance UK è una organizzazione no-profit specializzata nella finanza sociale. L'organizzazione è dedicata in particolare alla progettazione, per lo più nel Regno Unito, di partnership pubblico- private finalizzate a soluzioni di problemi sociali complessi (povertà, criminalità, etc). Per ulteriori informazioni si veda: <http://www.socialfinance.org.uk>.

|   |  |
|---|--|
|   | verifica dopo un anno dal termine della pena detentiva nel penitenziario di Peterborough   |
| <i>Soglie minime di performance richieste per il pagamento da parte dell'outcome payer.</i> | Riduzione delle recidive del 10% per ogni gruppo di 1000 ex detenuti o del 7,5% medio nei tre gruppi.  |
| <i>Metodologia di Misurazione; Ente valutatore.</i>   | Quasi- experimental method.<br>QintetiQ e University of Leicester sono stati selezionati dal Ministero della Giustizia britannico per valutare i risultati ottenuti sul primo gruppo di ex detenuti che hanno beneficiato del programma. |
| <i>Validatore</i>   | Coincide con il valutatore.  |
| <i>Corrispettivi previsti al raggiungimento della soglia minima di performance</i>          | Il corrispettivo previsto è basato sulla % di riduzione delle recidive (è definito un limite massimo di 8 milioni di sterline).  |

Fonte: Elaborazione autori su dati tratti da Disley et al. (2011)

Figura 2: HMP Peterborough: mappa degli attori



Fonte: Tomkinson & Nicholls (2013), pag.14

Come riportato in Tab.2, la popolazione target prevede tre gruppi di circa 1.000 detenuti ciascuno. Rientrano nel 1° gruppo i detenuti di Peterborough rilasciati tra il 9 settembre 2010 e il 30 Giugno 2012; nel 2° gruppo rientrano i detenuti rilasciati tra il 1° luglio del 2012 e il 30 Giugno del 2014 (Disley & Rubin, 2014)<sup>13</sup>.

I requisiti per l'inclusione nei gruppi sono: aver compiuto almeno il diciottesimo anno di età, al momento della condanna; appartenere al genere maschile; aver ricevuto una condanna ad una pena detentiva inferiore ai 12 mesi (Disley & Rubin, 2014).

<sup>13</sup>Per quanto riguarda il terzo gruppo si veda p.9.

Una caratteristica di questo SIB è individuabile nella figura del *service provider*. La società One Service<sup>14</sup>, infatti, svolge le attività previste dal programma di riabilitazione verso gli ex detenuti avvalendosi delle diverse entità che la compongono (cfr. Fig. 2). Altra caratteristica tipica di questo modello è la società di gestione del SIB, la Social Impact Partnership – Limited Partnership, partecipata da Social Finance nella veste di socio accomandatario ed in cui partecipano, oltre a One Service, i 17 investitori che hanno finanziato il progetto, ovvero: Barrow Cadbury Charitable Trust, 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 and the Tudor Trust, Rockefeller Foundation.

La fase che va dalla progettazione alla raccolta di capitali è durata circa 18 mesi, e l'investimento complessivo, pari a £ 5.000.000, è confluito nella Social Impact Partnership. Non è previsto alcun fondo di garanzia (Disley et al., 2011).

Il Ministero della Giustizia inglese e Big Lottery Found<sup>15</sup> costituiscono gli *outcome payer* che corrisponderanno i pagamenti previsti al raggiungimento di determinati risultati. Tale *outcome* si misura attraverso il tasso di recidiva, nei 12 mesi successivi alla fine della pena di detenzione nel carcere di Peterborough, registrato dai partecipanti al programma comparati con quelli registrati nel gruppo di controllo (Disley et al., 2011).

Al fine di individuare le modalità tecniche ed attuare la verifica dei dati, il Ministero della Giustizia e Big Lottery Found, attraverso una gara pubblica, hanno nominato come valutatori indipendenti QinetQ e l'Università di Leicester.

La soglia minima di *outcome* da raggiungere affinché si dia seguito al pagamento dei corrispettivi dall'*outcome payer* al *service provider* è stata individuata nella riduzione, almeno, del 10% del tasso di recidiva in ciascuno dei tre gruppi. Nel caso in cui non si raggiunga tale soglia in ogni gruppo, al termine della scadenza del SIB, viene effettuata una valutazione sull'insieme dei tre gruppi. In tal caso la soglia minima richiesta è pari al 7,5%. Pertanto, i flussi di pagamento dei corrispettivi da parte dell'*outcome payer* possono attivarsi:

- a) alla data di scadenza prevista per ogni gruppo se il risultato di *performance* raggiunto supera il 10% nella riduzione delle recidive;
- b) al termine dell'ottavo anno, qualora non si verifichi l'ipotesi descritta al punto precedente. Si procede in tal caso a valutare i risultati ottenuti considerando i tre gruppi di ex detenuti.

#### 4.2.1. Lo stato di avanzamento del Progetto

Per quanto riguarda lo stato di avanzamento del progetto, occorre evidenziare che 2 gruppi di 1.000 ex detenuti hanno già beneficiato del programma di re-inserimento. L'intervento sul primo gruppo si è concluso nel giugno 2012. L'intervento sul secondo gruppo si è concluso il 30 giugno 2015. Se per questi ultimi la misurazione dell'*outcome* raggiunto è appena iniziata, quella per il primo gruppo si è già conclusa. Nell'agosto 2014, infatti, Social Finance UK ha reso noto i risultati della valutazione compiuta da QinetQ e dall'Università di Leicester. I risultati si attestano su una riduzione delle recidive pari a circa 8,4%. Nel 2014, quindi, non sono stati corrisposti i corrispettivi prestabiliti dal momento che non è stata raggiunta la soglia minima del 10%. Social Finance UK, tuttavia, ritiene che gli investitori possano ancora sperare di raggiungere un risultato complessivo, per i due gruppi, del 7,5%, quando nel 2016 saranno resi noti i risultati di *performance* per il secondo gruppo. Tale soglia si considera, infatti, sul totale dei detenuti dei primi due gruppi e non più, come previsto inizialmente, sul totale dei tre gruppi (Social Finance UK, 2014a). La modifica si è resa necessaria a seguito di un intervento legislativo del Governo Britannico in merito alle *policy* per la riabilitazione degli ex detenuti.

Nel maggio 2013, infatti, il Ministero della Giustizia inglese ha annunciato il programma “*Transforming Rehabilitation*”, un pacchetto di riforma per gli interventi sociali che prevede, tra gli altri, l'inclusione nei programmi di riabilitazione dei detenuti precedentemente esclusi, ovvero quelli condannati a pene detentive

<sup>14</sup>E' l'ente giuridico che rappresenta la figura del *service provider* nell'ambito del SIB. Raggruppa le seguenti imprese sociali: St Giles Trust, “OrmistonChildren and Families Trust”, SOVA, YMCA.

<sup>15</sup>The Big Lottery Fund nato nel 2004 con sede a Londra è un fondo di natura pubblicistica. Dal giugno 2004 ha destinato 8 milioni di sterline a progetti nel campo della salute, istruzione e ambiente. Per ulteriori informazioni si veda: <https://www.biglotteryfund.org.uk>.

inferiori ai dodici mesi (Ministry of Justice, 2013). Poiché la misurazione dell'*outcome* del SIB in questione prende a riferimento un gruppo di controllo individuato in ex detenuti che presentano le medesime condizioni di eleggibilità al programma ma che non ne beneficiano - e posto che dal 30 aprile 2015 *Transforming Rehabilitation* prevede l'avvio obbligatorio a programmi di riabilitazione per tutti i detenuti, anche con pene detentive inferiori ad un anno - l'intervento delineato nel programma SIB non ha più ragione di essere. Pertanto, l'intervento così come previsto nel SIB è terminato il 30 giugno 2015 (Social Finance UK, 2014b).

#### 4.3 Il caso studio Social Benefit Bond Newpin (Australia)

In Australia, il costo per l'affido di un minore al di fuori della propria famiglia costa al Governo da 37.000 a 250.000 AUD (Centre for Social Impact Bond, 2013b). Nel New South Wales sono circa 18.000 i minori in affido (Centre for Social Impact Bond, 2013b; Social Ventures Australia, 2013). Per contenere la spesa, nel 2013 è stato implementato un progetto denominato *New Parent and Infant Network (Newpin)* collegato al *Social Benefit Bond (SBB)* che ha preso lo stesso nome. *Newpin* ha lo scopo di fornire supporto alle famiglie con disagio sociale al fine di evitare l'affido dei figli a strutture esterne (Centre for Social Impact Bond, 2013b). Il progetto prevede la realizzazione di terapie e corsi per la genitorialità che vengono erogati da due a quattro volte a settimana per circa 18 mesi. In Tab. 3 sono sintetizzate le principali informazioni tecnico- amministrative del SBB.

Tabella 3 - Social Benefit Bond "Newpin"(AUS).

|  |  |
|--|--|
| Area locale d'intervento   | New South Wales  |
| Stato  | Australia  |
| Data di inizio del programma   | Giugno 2013  |
| Durata complessiva del contratto   | 84 mesi  |
| Area sociale di intervento   | Affido e prevenzione dei bambini all'interno delle loro famiglie   |
| Definizione Outcome  | Numero di minori che rientrano in famiglia   |
| Soglie minime di performance richieste per il pagamento da parte dell'outcome payer al service provider                | Tali corrispettivi sono basati sul numero netto (del valore registrato dal gruppo di controllo) di revoche degli affidi e, quindi, la soglia equivale al risultato del gruppo di controllo (solo per i primi tre anni viene considerato il dato storico del 25%)   |
| Soglie minime di performance richieste per il pagamento degli interessi da parte del service provider agli investitori | I pagamenti annuali degli interessi scattano sopra la soglia del tasso di revoca degli affidi del 55% (Nei primi tre anni si garantisce indipendentemente dai risultati l'applicazione di un tasso garantito pari al 5%).  |
| Metodologia di Misurazione ed Ente valutatore  | Quasi-experimental method ovvero comparazione con i dati registrati nel gruppo di controllo nel medesimo periodo di riferimento (ad eccezione dei primi tre anni che prevedono comparazione con dati storici registrati dal gruppo di controllo preso a riferimento che prevede un tasso di revoca degli affidi pari al 25%).<br>La valutazione è effettuata da DeloitteToucheTohmatsu.  |
| Validatore   | Coincide con il valutatore   |
| Corrispettivi pagati agli investitori al raggiungimento di determinate soglie di performance                           | a) Pagamento annuale degli interessi:<br>Gli interessi sono corrisposti annualmente se il tasso complessivo di revoca degli affidi supera il 55% nell'anno di riferimento. Il tasso di interesse corrisposto è quantificato in relazione a predefiniti <i>range</i> di risultati raggiunti nel tasso di revoca degli affidamenti (a partire dal valore minimo del 55%). Il tasso con cui tali interessi sono calcolati può variare tra lo 0% e il 15% massimo annuo. Nei primi tre anni viene comunque garantito un tasso minimo del 5%.<br>b) Rimborso del capitale alla scadenza:<br>Il quantitativo minimo di capitale rimborsato è in ogni caso del 50%. Il rimborso del 100% del capitale avviene se il tasso di revoca degli affidi supera il 55%. |

Fonte: Nostra elaborazione su dati Social Ventures Australia, 2014.

*Newpin* è stato progettato da Social Ventures Australia (SVA)<sup>16</sup>. Il progetto è stato concepito nella forma di SBB ed è stato finanziato attraverso la sottoscrizione di quote del *social impact bond* che garantiscono un ritorno finanziario per il sottoscrittore e contemporaneamente creano benefici sociali nelle famiglie e nei bambini destinatari dell'intervento. Il costo del progetto è di circa 57 milioni di dollari australiani: 7 milioni di dollari australiani sono stati raccolti mediante la sottoscrizione da parte di investitori privati del SBB mentre la restante parte viene finanziata in 7 anni mediante il raggiungimento dei risultati da parte del governo australiano (Social Ventures Australia, 2013).

Il progetto è stato attivato nel giugno 2013 (Social Ventures Australia, 2014) e terminerà il 30 settembre 2020 (Social Ventures Australia, 2013). Il servizio è erogato dall'UnitingCare Burnside<sup>17</sup> (Centre for Social Impact Bond, 2013b), attraverso 4 strutture (Social Ventures Australia, 2013).

*Newpin* coinvolgerà un campione di 700 famiglie, raggruppate in tre gruppi, come di seguito precisato (Centre for Social Impact Bond, 2013; Social Ventures Australia, 2014):

- Il primo gruppo si compone di 350 famiglie con un minore al di sotto di cinque anni di età in affidamento;
- Il secondo gruppo riguarda 175 famiglie con minori al di sotto dei cinque anni di età ad alto rischio di essere inviato in affidamento;
- Il terzo gruppo è composto da 175 famiglie con minori inferiori ai cinque anni di età che non rientrano nei gruppi precedenti ma che hanno bisogno di tale supporto al fine di prevenire il rischio di essere dati in affidamento.

Nel 2014, le famiglie che hanno beneficiato del supporto del programma *Newpin* sono state 55. Il Programma ha supportato un totale di 80 bambini. Nel corso del primo anno (dal 30 giugno 2013 al 30 giugno 2014) sono state supportate, in totale, 136 famiglie e 228 bambini.

In particolare, 28 bambini sono stati affidati alla loro famiglia di origine e 10 famiglie "a rischio" sono state "supportate" per evitare che i figli venissero dati in affidamento (Social Ventures Australia, 2014).

I flussi finanziari generati dal progetto (cfr. Fig. 3) si dividono in pagamenti da parte dello Stato del New South Wales nei confronti di UnitingCare Burnside e in rimborsi agli investitori da parte di UnitingCare Burnside.

I pagamenti effettuati dallo stato del New South Wales nei confronti di UnitingCare Burnside si basano sul numero di bambini il cui affidamento è stato revocato a favore delle loro famiglie rispetto al numero registrato dal gruppo di controllo. I dati relativi al buon esito dell'affidamento sono originati dal sistema giudiziario. In merito al metodo di valutazione dei risultati si prende a riferimento, nei primi tre anni del SBB, il dato storico degli affidamenti revocati registrato dal gruppo di controllo, pari al 25%. Per gli anni successivi il parametro di riferimento sarà determinato dai risultati misurati nel gruppo di controllo nello stesso anno di riferimento.

Per quanto riguarda i pagamenti del montante effettuati da UnitingCare Burnside nei confronti degli investitori, occorre precisare che gli stessi pagamenti si determinano sulla base del tasso di revoca degli affidamenti dei minori supportati dal programma *Newpin* (cfr. Tab. 3). Il numero di affidamenti revocati è determinato basandosi sui dati forniti dal Department of Family and Community Services (FACS). Esso è calcolato annualmente al 30 settembre di ogni anno. A giugno 2014, il tasso di revoca degli affidamenti calcolato sui 12 mesi precedenti (30 giugno 2013 - 30 giugno 2014) è stato pari al 60% (Social Ventures Australia, 2014).

Il pagamento degli interessi dipende dal tasso complessivo di revoca degli affidamenti dei minori su cui interviene UnitingCare Burnside: i rendimenti sono riportati in Tab. 3. Secondo i dati relativi al primo anno, a fronte di un tasso di revoca degli affidamenti pari al 60%, il tasso di interesse corrisposto per il primo pagamento è stato pari al 7,5% annuo.

La protezione del capitale investito per l'investitore è significativa: il rischio di perdita è limitato al 25% del capitale investito per i primi tre anni ed al 50% per gli anni successivi (Centre for Social Impact Bond, 2013b). La perdita di capitale si presenterà solo nel caso del mancato raggiungimento degli obiettivi prestabiliti.

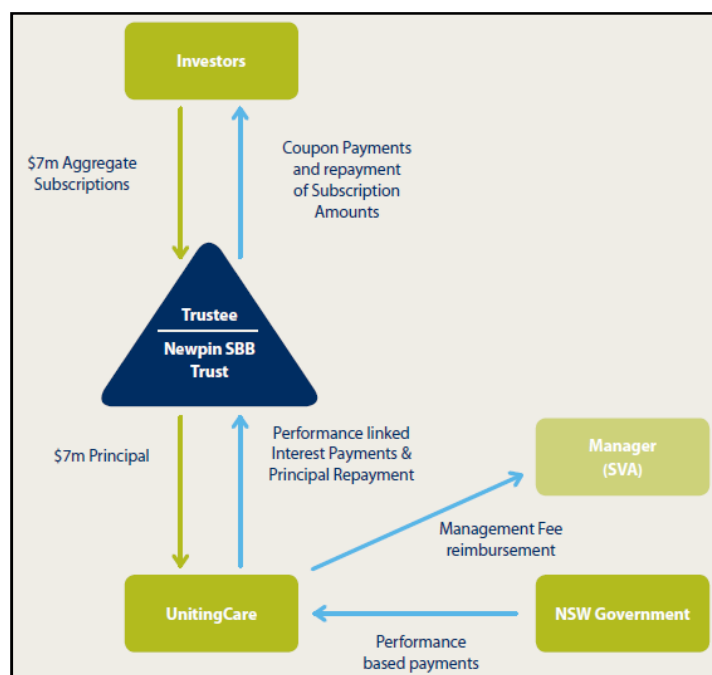
---

<sup>16</sup> Social Venture Australia è una organizzazione no-profit australiana che nasce nel 2002 tramite la partnership di quattro organizzazioni no profit Benevolent Society, The Smith Family, Workventures e AMP Foundations. E' specializzata nella progettazione e implementazione di progetti di finanza d'impatto. Per ulteriori informazioni si rimanda al sito web <http://socialventures.com.au/who-we-are/>.

<sup>17</sup> Unitingcare è una organizzazione no profit che vanta oltre cento anni di storia nell'ambito del terzo settore australiano. L'organizzazione è affiliata a Uniting Church, chiesa metodista e presbiteriana australiana la terza maggiore organizzazione religiosa australiana. Per ulteriori informazioni si rimanda al sito web <http://www.unitingcare.org.au>

Il governo inglese stima che questo SBB potrebbe generare un risparmio complessivo per le casse statali di circa 80 milioni di AUD fino al 2030 (Centre for Social Impact Bond, 2013b).

Figura 3: SIB Newpin: mappa degli attori.



Fonte: Social Ventures Australia (2014), pag. 28.

#### 4.4 Il caso studio Development Impact Bond “Sleeping sickness” (Uganda).

Nell’aprile 2014 il governo inglese ha annunciato il lancio del primo *Development Impact Bond* stanziando £1,5ml per la fase preliminare di ricerca e progettazione di un DIB capace di attrarre *impact investments* da destinare al trattamento di una malattia che in Uganda affligge il bestiame e che, attraverso la mosca *tsetse*, contagia anche l’uomo (UkGov, 2014).

L’*outcome* che si intende raggiungere con lo sviluppo del DIB in esame è quello di ridurre il rischio di trasmissione della malattia, denominata *Human African Trypanosomiasis (HAT)*, dal bestiame all’uomo. In Uganda, infatti, oltre il 70% della popolazione vive in ambiente rurale e 9 milioni sono gli abitanti a rischio contagio di tale malattia (WHO, 2010). Diversi sono stati i tentativi di fronteggiare la diffusione di tale epidemia ma le limitate risorse umane e finanziarie si sono rivelate insufficienti a controllarne la diffusione. Alcuni studi hanno sperimentato che interventi veterinari possono essere efficaci (Welburn & Maudlin, 2012). Per tali ragioni il Department for International Development (DFID) inglese ha disegnato un intervento attraverso la formula del DIB per esplorare la possibilità di sollecitare un impatto sociale con maggiore efficacia e rapidità rispetto ad un intervento del governo locale o da parte di associazioni benefiche (GovUk, 2014).

Lo studio preliminare di fattibilità per il DIB in esame è affidato a Social Finance UK e al Center for Global Development. Tale lavoro fornirà dati sia sul numero di bestiame infetto che sulla diffusione del parassita portatore della malattia. Raccoglierà, inoltre, informazioni utili alla organizzazione di un sistema indipendente di verifica dell’impatto sociale ottenuto. La prima fase dello studio preliminare prevede, infatti, un intervento pilota volto a testare l’efficacia del *delivery model*. Tale test potrà, inoltre, generare evidenze sulla efficacia del trattamento sul bestiame. Lo studio finale sarà presentato sia ai *social investors* che al Department for International Development e consentirà di valutare i rischi associati all’intervento da finanziare. Più in generale, lo studio preliminare si propone di fornire informazioni che permetteranno al DFID di progettare in modo ottimale l’impatto desiderato e la valutazione dello stesso nell’ambito del Development Impact Bond da sviluppare.

Il termine della fase di pre-implementazione affidata da DFID a Social Finance UK è prevista entro il 2015 (DFID, 2014). La metrica di *outcome* individuata è espressa sia in termini di output (numero di bestiame che riceverà il trattamento veterinario) che di *outcome* (riduzione della diffusione del parassita nell'uomo verificato attraverso analisi ematochimiche nella popolazione target) (DFID, 2014). Allo stato attuale, non si posseggono informazioni riguardanti gli investitori, il *service provider* o le metodologie di misurazione dell'impatto. Dai documenti disponibili è possibile però affermare che il modello del Development Impact Bond pensato dal DFID prevede schemi contrattuali che si rifanno ai Social Impact Bond e, quindi, prevede la presenza di investitori privati e di un intermediario (DFID, 2014). Nel caso del DIB, infine, l'*outcome payer* è il DFID, Dipartimento del Governo Britannico. In questo caso, tuttavia, il DFID svolge anche attività "filantropica" tenuto conto del fatto che l'intervento finanziato riguarda un altro Paese.

## 5. Discussione dei principali risultati

I casi analizzati in questa sede portano ad evidenza alcuni aspetti meritevoli di approfondimenti.

Tabella 4: Case Studies a confronto: un focus su caratteristiche e peculiarità

|             | Committente  | Area di intervento               | Intermediario specializzato  | Ente Valutatore  | Outcome Payer                                       | Durata  | Validatore                     |
|-------------|--|----------------------------------|--|--|---|---------|--------------------------------|
| #<br>Caso 1 | Stato di New York  | Detenzione                       | Social Finance US  | NYS Department of Corrections and Community Supervision Research e<br>NYS Department of Labor Research | US Department of Labor +<br>NYS Department of Labor | 66 mesi | Chesapeake Research Associates |
| #<br>Caso 2 | Ministero della Giustizia britannico                         | Detenzione                       | Social Finance UK  | QintetiQ e University of Leicester   | Ministero della Giustizia e Big Lottery Fund        | 96 mesi | Coincide con il valutatore     |
| #<br>Caso 3 | Department of Family and Community Services (FACS)           | Minori                           | Social Ventures Australia  | Deloitte Touche Tohmatsu   | Department of Family and Community Services (FACS)  | 84 mesi | Coincide con il valutatore     |
| #<br>Caso 4 | Governo UK e Department for International Development (DFID) | Trattamento della malattia (HAT) | La fase di studio è stata affidata a Social Finance UK e Center for Global Development | *  | DFID  | *       | *                              |

\* Il Caso 4 è ancora in fase di progettazione. Alcune informazioni non sono, pertanto, disponibili.

Fonte: Nostra elaborazione

La Tab. 4 mette in evidenza che tutti i casi analizzati presentano una struttura operativa molto simile. Al soggetto promotore pubblico si affiancano soggetti privati, quali l'intermediario ed il *service provider*. Con riferimento alla forma giuridica dell'intermediario, si nota che Social Finance US assume una forma simile a quella di una SpA italiana, mentre Social Finance UK assume una forma più prossima alla Srl. Ulteriore aspetto rilevante è individuabile nelle modalità operative di Social Finance US. Attraverso la



società di gestione del SIB (Social Finance NYS Workforce Re-entry LLC) Social Finance US intermedia i flussi finanziari tra gli investitori, il *service provider* e l'*outcome payer*. Tale modalità operativa risulta presente solo nel caso statunitense. Il SIB implementato dallo Stato di New York ha previsto, inoltre, il coinvolgimento di una banca d'investimento - la Bank of America Merrill Lynch- che attraverso la piattaforma "*Merril Lynch Global Wealth Management*" ha provveduto a raccogliere le risorse da destinare al programma. L'intervento di un intermediario finanziario nella raccolta degli investimenti necessari rappresenta un significativo elemento di novità nell'ambito di un *Social Impact Bond*.

Un'altra peculiarità, è, inoltre, rinvenibile nel caso del Regno Unito in cui il *service provider* - One Service - svolge le attività previste nel programma di riabilitazione verso gli ex detenuti avvalendosi delle diverse entità che la compongono: l'intermediario, Social Finance UK che ne detiene il controllo, gli investitori e il *service provider* stesso. Altra caratteristica tipica di questo SIB è la società di gestione, la Social Impact Partnership – Limited Partnership, partecipata da Social Finance nella veste di socio accomandatario ed in cui partecipano, oltre a One Service, i 17 investitori che hanno finanziato il progetto. Nel caso del *Development Impact Bond "Sleeping sickness"*, invece, lo schema di funzionamento presenta sostanziali differenze rispetto agli altri SIB analizzati. Finalizzati a rendere più efficaci i progetti di finanziamento "*donor-funded*", i DIB prevedono, in generale, che il programma di intervento sia destinato ad un Paese in via di sviluppo e che il soggetto committente non sia il governo locale ma un'organizzazione internazionale o un'agenzia di sviluppo. In tal senso, inoltre, il Department for International Development, pur essendo un soggetto pubblico inglese, si troverebbe ad operare "anche" come ente filantropico.

Un'interessante dimensione di analisi è rappresentata dalle logiche di misurazione e validazione dei risultati. Dal confronto tra i casi (Tab. 4) il soggetto validatore coincide con il valutatore due volte su quattro.

Lo studio dei casi sembra inoltre confermare quanto affermato in letteratura (Deering, 2014; Fox & Albertson, 2011; Fox & Albertson, 2012; Hedderman, 2013; Kim & Han, 2015; Fitzgerald, 2013; Stoesz, 2014; Crowley, 2014; Ward, 2012). I SIB, infatti, rappresentano un modello di finanziamento adattabile a diverse esigenze sociali e funzionali a numerosi bisogni. Infine, i risultati sembrano evidenziare una notevole flessibilità in termini di *stakeholder* coinvolti, modalità operative e servizi offerti.

La disamina delle evidenze analizzate consente di formulare opportune considerazioni riguardo a vantaggi e problematicità riconducibili ai SIB (Fig. 4).

Figura 4: Principali vantaggi e fattori ostativi e limitativi dei Social Impact Bond

| VANTAGGI  | FATTORI OSTATIVI E LIMITATIVI   |
|---|---|
| Flessibilità in termini di: stakeholder coinvolti, servizi offerti, modalità di erogazione, obiettivi e risultati, orizzonte temporale          | Assenza di track record   |
| Possibilità di combinare modelli e strumenti "evidence-based" con ritorni economici / Immediato collegamento tra outcome raggiunto e rendimento | Vincoli normativi   |
| Possibilità di replicare il modello in diverse aree di intervento pubblico: Health, Education, Criminal Justice, ecc                            | Rendimenti e cash flow non sempre chiari a priori da cui derivano difficoltà di valutazione in termini di portafoglio |
|   | Rigore metodologico nella valutazione degli outcome   |
|   | Mancanza di fondi di garanzia o di modalità assicurative a tutela degli investitori                                   |
| Trasferimento del rischio   |   |

Fonte: Nostra elaborazione

I casi analizzati possono essere ricondotti a Paesi di matrice anglosassone, dotati di ordinamenti giuridici di tipo *common law*. Tale aspetto influenza non solo la forma giuridica dei soggetti coinvolti ma addirittura la possibilità di realizzare interventi di questo genere.

I vincoli normativi e, più in generale, l'apparato giuridico di un Paese sono di fondamentale importanza per lo sviluppo di questi innovativi strumenti. Il caso del SIB di Peterborough (Regno Unito) è particolarmente illuminante. È bastata una successiva riforma della giustizia (riguardante la riabilitazione dei detenuti) per vanificare la ragion d'essere del programma.

Rilevante è, inoltre, l'osservazione deducibile dalla Tab. 4 e relativa all'assenza di *track record* per un confronto di modalità operative in Paesi con ordinamenti giuridici di tipo *civil law*.

Studiosi ed operatori concordano sulla necessità di sviluppare opportune metriche di valutazione, strumenti di valutazione in ottica di portafoglio e *track record* che possano essere utilizzati come guida per gli investitori ((Brandstetter & Lehner, 2014; Jackson, 2013; Geobey & Weber, 2013; Wood et al., 2013; Geobey et al., 2012; Bugg-Levine et al., 2012; Saltuk et al., 2011). Questi punti rappresentano i principali limiti allo sviluppo del mercato. Gli attuali modelli di funzionamento dei SIB non consentono di fornire *ex ante* agli investitori, complete informazioni riguardanti due aspetti fondamentali per ogni investimento: i flussi di cassa intermedi ed il rendimento a scadenza. Tali aspetti, infatti, risultano essere strettamente connessi all'andamento dell'intervento. I tassi di rendimento sono legati agli *outcome* raggiunti e non sono quindi determinabili "*a priori*". Un elemento di particolare interesse è rappresentato dal trasferimento del rischio dai soli *taxpayers* - nel caso di programmi di intervento in cui è prevista la sola partecipazione del soggetto pubblico - agli investitori.

In Tab. 5 è stato riportato un confronto fra il rendimento di un titolo governativo australiano e quelli previsti per il programma *Newpin Social Benefit Bond* analizzato in questa sede.

*Tabella 5: Confronto tra i tassi di rendimento dei titoli governativi australiani e quelli del Social Benefit Bond Newpin (Australia)*

| Paese     | Rendimenti dei titoli governativi*       | Rendimento previsto per il SBB |                       |            |
|-----------|--|--------------------------------|-----------------------|------------|
|           |  | Durata                         | Soglie di performance | Rendimento |
| Australia | Australia Bond<br>5 Year Yield<br>2.20%  | 84 mesi<br>(7anni)             | < 55%**               | 5%         |
|           | Australia Bond<br>10 Year Yield<br>2.94% |                                | ≥ 70%                 | 15%        |

\* Dati Bloomberg al 15 Luglio 2015

\*\* Secondo i dati forniti da Social Ventures Australia: Rendimento minimo per i primi 3 anni 5%; rimborso del 75% del capitale per il periodo compreso tra 1 e 3 anni e del 50% tra 4 e 7 anni. Diritto di recesso anticipato in caso di scarse performance entro i primi 3 anni.

*Fonte:* Nostra elaborazione

Dai dati risulta evidente che i rischi legati alla buona riuscita del programma vengono trasferiti sui soggetti privati comportando un notevole incremento del rendimento stesso del SIB.

Se, infatti, un titolo governativo a 5 o 10 anni - ipotizzando che ancora possa essere *ritenuto free-risk* (Damodaran, 2010) - è in grado di offrire un rendimento pari, in media, al 2.50% il SIB, prevedendo il migliore scenario, è in grado di offrire rendimenti fino a 7 volte superiori. Va da sé, pertanto, che il livello di rendimento è proporzionale alla rischiosità del programma stesso. Queste considerazioni sembrerebbero confermare quanto affermato da O'Donohoe (2010): nel caso dell'*impact investing* la relazione "rischio-

rendimento" è del tutto particolare, presentando caratteristiche molto simili a quelle degli investimenti di tipologia "*high-yield*".

Un aspetto da tenere in considerazione, tuttavia, è quello collegato alla possibilità che un investimento non sia valutato solo in conformità a tali parametri. Nelle scelte degli investitori, infatti, gli strumenti tipici del SII introducono una terza dimensione: l'impatto sociale.

## 6. Conclusioni

Questo lavoro ha analizzato alcuni modelli di *Social Impact Bond* e *Development Impact Bond* attualmente in fase di realizzazione, evidenziandone anche potenzialità, criticità e limiti.

Gli strumenti in questa sede esaminati vanno ad arricchire il ventaglio degli strumenti finanziari preesistenti e senza dubbio rappresentano un'innovazione finanziaria rilevante per il settore pubblico e per il settore pubblico allargato.

Dall'analisi svolta, emergono due fondamentali problematiche riferite sia al *Social Impact Investing* che ai *Social Impact Bond*.

Il primo problema riguarda l'incapacità di tradurre il concetto di impatto sociale in metriche riconducibili alla coppia rischio- rendimento. Il secondo problema è connesso alla difficoltà di misurare, con metodi e tecniche di valutazione adeguate, i risultati raggiunti in termini di *outcome*.

Vale la pena di osservare che le caratteristiche tecnico-economiche di uno strumento finanziario non si limitano ai soli concetti di rischio e rendimento. L'impatto sociale costituisce pertanto una componente rilevante che si affianca nei processi di scelta degli investimenti ai concetti tipici della finanza classica. In tal senso, approfondimenti riguardanti le scelte degli investitori con un approccio tipico della finanza comportamentale potrebbero consentire di individuare nuove e interessanti prospettive di analisi.

## **Abstract**

Social Impact Investing - defined as investment that aims to create a positive social impact as well as a financial returns - is a promising approach for the solution of pressing social issues.

This enormous market opportunity covers four mega trends, namely markets at the Bottom of the Pyramid, Green economy, Lifestyle of Health and Sustainability (LOHAS) segment and the reconfiguration of Welfare States.

One of the key topics in this context is represented from a new “pay-for-performance” financing instrument for welfare services that have implemented in the UK, the US and Australia to facilitate impact investments: Social Impact Bond (SIB).

The extension of the SIB outcomes-based model with the scope to achieve improved social outcomes in developing countries is called Developing Impact Bond (DIB).

The adaption of SIB approach for developing countries is the most recent financial innovation derived from the impact investing industry. Given the growing attention from practitioners and researchers on this topic, this work aims:

1. To build a comparative analysis of SIB and DIB through the case study's methodology and to explore similarities and differences between SIB and DIB;
2. To understand limits and challenges of SIB and DIB.

The results offer also practical suggestions to professionals and policy makers to support suitable strategies for the evolution of these instruments in the delivery of welfare services.

## Bibliografia

- Azemati H., Belinsky M., Gillette R., Liebman J., Sellman A., Wyse A. (2013), Social impact bonds: lessons learned so far. *Community Development Investment Review*, 9,1:23-33.
- Brandstetter L., Lehner O. M. (2014), *Impact Investment Portfolios: Including Social Risks and Returns*. ACRN Oxford Publishing House: Oxford UK. <http://ssrn.com/abstract=2519671>
- Bugg-Levine A., Kogut B., Kulatilaka N. (2012), A new approach to funding social enterprises. *Harvard Business Review*, 90, 1/2: 118-123.
- Canadian Task Force on Social Finance (2010), *Mobilizing Private Capital for Public Good*. Canadian Social Innovation Generation, Canada.
- Carson E. A., Sabol W. J. (2012), *Prisoners 2011*. <http://www.bjs.gov/content/pub/pdf/p11.pdf>
- Center for Global Development and Social Finance (2013), *Investing in social outcomes: Development Impact Bonds. The report of the Development Impact Bond working group*. The Center for Global Development & Social Finance, Washington/London.
- Centre for Social Impact Bond (2013a), *Ministry of Justice: Offenders released from Peterborough Prison*. Cabinet office: Centre of Social Impact Bond, London.
- Centre for Social Impact Bond (2013b), *New South Wales Government: Children in out-of-home care*. Cabinet office: Centre of Social Impact Bond, London.
- Cohen R. (2014), *Revolutionising Philanthropy: Impact Investment*. Social Impact taskforce, London.
- Crowley, D. M. (2014). The Role of Social Impact Bonds in Pediatric Health Care. *Pediatrics*, 134, 2: e331-e333.
- Damodaran A. (2010), *Into the Abyss: What if nothing is risk free?*. <http://ssrn.com/abstract=1648164>.
- Deering, J. (2014). A Future for Probation?. *The Howard Journal of Criminal Justice*, 53, 1: 1-15.
- Del Giudice A. (2015). *I Social Impact Bond*. Milano, Franco Angeli.
- DFID (2014), Sharpening incentives to perform: DFID's Strategy for Payment by Results. <https://www.gov.uk/government/publications/dfids-strategy-for-payment-by-results-sharpening-incentives-to-perform>.
- Disley E., Rubin (2014), Phase 2 report from the payment by results Social Impact Bond Pilot at HMP Peterborough. Ministry of Justice Analytical Series, London.
- Disley E., Rubin J., Scraggs E., Burrowes N., Cullery D. M. (2011), Lessons learned from the planning and early implementation of the Social Impact Bond at HMP Peterborough. Rand Europe, Cambridge.
- Eisenhardt K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of management review*, 14, 4: 532-550.
- Evans M. (2013), Meeting the challenge of impact investing: how can contracting practices secure social impact without sacrificing performance?. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3, 2: 138-154.
- Fattore G.(2005), *Metodi di ricerca in economia aziendale*. Milano, Egea.
- Fitzgerald, J. L. (2013). Social impact bonds and their application to preventive health. *Australian Health Review*, 37, 2:199-204.
- Fox C., Albertson K. (2011), Payment by results and social impact bonds in the criminal justice sector: New challenges for the concept of evidence-based policy?. *Criminology and Criminal Justice*, 11, 5: 395-413.
- Fox, C., & Albertson, K. (2012). Is payment by results the most efficient way to address the challenges faced by the criminal justice sector?. *Probation Journal*, 59, 4: 355-373.

- Geobey S., Weber O. (2013), Lessons in operationalizing social finance: the case of Vancouver City Savings Credit Union. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3, 2: 124-137.
- Geobey S., Westley F. R., Weber O. (2012), Enabling Social Innovation through Developmental Social Finance. *Journal of Social Entrepreneurship*, 3, 2: 151-165.
- GovUK (2014), *The UK will launch its first ever development impact bond to improve healthcare in Africa by bringing together private and public investment*. <https://www.gov.uk/government/news/uk-development-bonds-will-combat-global-poverty>.
- Harji K., Hebb T. (2010). *Investing for Impact: Issues and Opportunities for Social Finance in Canada*. Ottawa: Carleton Centre for Community Innovation.
- Hedderman, C. (2013). Payment by results: hopes, fears and evidence. *British Journal of Community Justice*, 11 ,2-3: 43-58.
- Hochstadter A. K., Scheck B. (2014). What's in a Name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, published on line.
- Jackson, E. T. (2013), Evaluating social impact bonds: questions, challenges, innovations, and possibilities in measuring outcomes in impact investing. *Community Development*, 44, 5: 608-616.
- Joy M., Shields J. (2013), Social impact bonds: the next phase of third sector marketization?. *Canadian Journal of nonprofit and social economy research*, 4, 2: 39-55.
- Kim J., Han M. (2015), Education Financing and Public-private Partnership Development Assistance Model. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 177: 100-103.
- Krugman P. (2014), *How to Get It Wrong*. The New York Times, September 14, 2014.
- Kumar S., Goyal N. (2015). Behavioural biases in investment decision making—a systematic literature review. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7, 1: 88-108.
- Martin M. (2013), Making Impact Investible. *Impact Economy Working Papers*, 4. Impact Economy, Lausanne.
- McHugh N., Sinclair S., Roy M., Huckfield L., Donaldson C. (2013), Social impact bonds: a wolf in sheep's clothing?. *Journal of Poverty and Social Justice*, 21,3: 247-257.
- MDRC (2012), More Than a Job: Final Results from the Evaluation of the Center for Employment Opportunities (CEO) Transitional Employment Program. OPRE Report 2011-18. Washington, DC: Office of Planning, Research and Evaluation, Administration for Children and Families. [http://www.mdrc.org/sites/default/files/full\\_451.pdf](http://www.mdrc.org/sites/default/files/full_451.pdf).
- Ministry of Justice (2013), *Transforming Rehabilitation: A Strategy For Reform*. <https://consult.justice.gov.uk/digital-communications/transforming-rehabilitation/results/transforming-rehabilitation-response.pdf>.
- Nicholls A. (2009), “‘We Do Good Things, Don’t We?’: ‘Blended Value Accounting’ in Social Entrepreneurship.” *Accounting, Organizations and Society*, 34, 6-7: 755–769.
- Nicholls A., Tomkinson E. (2013), *The Peterborough Pilot Social Impact Bond*. University of Oxford: Saïd Business School.
- NYS (2012), *Governor Cuomo Announces "Work for Success" Employment Initiative for the Formerly Incarcerated*. <https://www.governor.ny.gov/news/governor-cuomo-announces-work-success-employment-initiative-formerly-incarcerated>.
- NYS DOCCS & NYS Division for Criminal Justice Services Analysis (2013), *Admissions and Release Calendar Year 2013*. New York: Department of Corrections and Community Supervision. [http://www.doccs.ny.gov/Research/Reports/2014/Admissions\\_and\\_Releases\\_2013.pdf](http://www.doccs.ny.gov/Research/Reports/2014/Admissions_and_Releases_2013.pdf).

- O'Donohoe N., Leijonhufvud C., Saltuk Y., Bugg-Levine A., Brandenburg M. (2010), *Impact Investments: An emerging asset class*. Morgan Global Research, London.
- Osborne D., Gaebler T. (1995), *Reinventing Government: How the Entrepreneurial Spirit is Transforming the Public Sector*. Perseus Books: New York.
- Patton M. Q. (2002), *Qualitative research & Evaluation Methods*. Beverly Hills, CA: Sage Publishing.
- Rappaport A. (2012), *Salvare il capitalismo. Come riprendere il controllo della finanza e tornare a creare valore a lungo termine*. Milano, Franco Angeli.
- Rhoades S. A. (1998), The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers. *Journal of Banking & Finance*, 22, 3: 273-291.
- Rizzello A., Caré R., Migliazza M. C., Trotta A. (2015), Social Impact Investing: A Model and Research Agenda. *Abstract Proceedings for the 2015 Social and Sustainable Finance and Impact Investing (SSFII) Conference – Oxford*. <http://www.acrm.eu/ssfii>.
- Saltuk Y., Bouri A., Leung G. (2011), *Insight into the impact investment market*. Global Social Finance, JP Morgan, Global Impact Investing Network, London.
- Schinckus C. (2015). The valuation of social impact bonds: An introductory perspective with the Peterborough SIB. *Research in International Business and Finance*, 35:104-110.
- Shabdes M. (2013), *Cost benefit Analysis for Criminal Justice. Deployment and Initial Application of the Results First Cost Benefit Model*. New York State: Division of Criminal Justice Services, Report Number: CBA-1.
- Shiller R. J. (2012), *Finanza e Società Giusta*. Milano, Il Mulino.
- Shiller R. J. (2013), Capitalism and Financial Innovation. *Financial Analysts Journal*, 69, 1: 21-25.
- Social Finance UK (2014a), *Peterborough social impact bond reduces reoffending by 8,4%; investors on course for payment in 2016*. <http://www.socialfinance.org.uk/wp-content/uploads/2014/08/Peterborough-First-Cohort-Results.pdf>.
- Social finance UK (2014b), Social Finance Statement 24 April 2014. <http://www.socialfinance.org.uk/wp-content/uploads/2014/05/Social-Finance-statement-24-April-2014.pdf>.
- Social Finance UK (2014c), *The Global Impact Bond Market*. <http://www.socialfinance.org.uk/wp-content/uploads/2014/08/Social-Impact-Bonds-Snapshot.pdf>.
- Social Finance US, CEO, NYS (2014), *Investing In What Works: “Pay for Success” in New York State Increasing Employment and Improving Public Safety*. [https://www.budget.ny.gov/contract/ICPFS/PFSFactSheet\\_0314.pdf](https://www.budget.ny.gov/contract/ICPFS/PFSFactSheet_0314.pdf).
- Social Impact Investment Italian Task Force (2014), *La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia*. <http://www.socialimpactinvestment.org/reports/Rapporto%20Italiano%20Ultima%20versione.pdf>.
- Social Ventures Australia (2013), Information memorandum. Newpin Social Benefit Bond (April 2013). Social Ventures Australia, AU.
- Social Ventures Australia (2014), Newpin Social Benefit Bond. Annual Investor Report (30 June 2014). Social Ventures Australia, AU.
- Stoesz, D. (2014). Evidence-Based Policy Reorganizing Social Services Through Accountable Care Organizations and Social Impact Bonds. *Research on Social Work Practice*, 24, 2: 181-185.
- Viviers S., Ratcliffe T., Hand D. (2011). From philanthropy to impact investing: Shifting mindsets in South Africa. *Corporate Ownership and Control*, 8:25-43.
- Ward, J. E. (2012). New money for chronic diseases: can clinicians and entrepreneurs deliver outcomes eluding governments?. *The Medical journal of Australia*, 197, 5:268-270.



- Warner M. E. (2013), Private finance for public goods: social impact bonds. *Journal of Economic Policy Reform*, 16, 4: 303-319.
- Welburn S. C., Maudlin I. (2012), Priorities for the elimination of sleeping sickness. *Advances in Parasitology*, 79:299-33
- Who (2010), *Working to overcome the global impact of neglected tropical diseases. First WHO report on neglected tropical disease*. [http://whqlibdoc.who.int/publications/2010/9789241564090\\_eng.pdf?ua=1](http://whqlibdoc.who.int/publications/2010/9789241564090_eng.pdf?ua=1).
- Wilson K. E., Silva F., Ricardson D. (2015), *Social Impact Investment: Building the Evidence Base*. <http://ssrn.com/abstract=2562082>.
- Wood D., Thornley B., Grace K. (2012), *Impact at scale: policy innovation for institutional investment with social and environmental benefit*. InSight at Pacific Community Ventures, The Initiative for Responsible Investment at Harvard University, Rockefeller Foundation: New York.
- Wood D., Thornley B., Grace K. (2013), Institutional impact investing: practice and policy. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3, 2:75-94.
- Yin R. (1994), *Case study research: Design and methods* (2nd ed.), Beverly Hills, CA: Sage Publishing.
- Yin R. (2014), *Case study research: Design and methods* (5th ed.), Beverly Hills, CA: Sage Publishing.
- Yin R. K., (2005), *Lo studio di caso nella ricerca scientifica: progetto e metodi*. Traduzione a cura di Pinnelli S., Roma, Armando Editore.