

Impresa sociale e finanza: più ricerca e meno narrazioni

Come le cooperative sociali hanno gestito il loro
fabbisogno di mezzi finanziari

Carlo Borzaga | Università degli Studi di Trento - Euricse

Eddi Fontanari | Euricse

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

ISBN 978-88-909832-7-6

1. Introduzione

Negli ultimi anni è andato progressivamente crescendo - sia in Italia che a livello internazionale - l'attenzione al tema delle necessità finanziarie delle imprese sociali, delle possibili fonti da cui derivare queste risorse e delle modalità con cui assegnarle. In proposito si sono andate diffondendo quattro tesi tra loro collegate. La prima: che ci sia un interesse delle istituzioni finanziarie diverse dal sistema bancario o almeno di parte di esse – e in particolare dei fondi di investimento privati e a scopo di profitto quando non con finalità speculative – a investire anche in attività a carattere sociale e, essendo queste meno remunerative, ad accettare una riduzione dei margini di profitto in cambio dalla dimostrazione di un impatto sociale positivo da rendicontare ai propri sottoscrittori, da cui la definizione di *impact finance* (che diventerebbe, secondo il Rapporto della *Social Impact Investment Taskforce*, il “cuore invisibile del mercato”). La seconda: che il coinvolgimento diretto della finanza privata sia ormai una condizione imprescindibile per fare fronte alla domanda crescente di servizi sociali e di interesse generale, viste le difficoltà a farvi fronte con le sole risorse pubbliche (date per definizione in contrazione) e quindi anche per spingere la crescita delle organizzazioni di offerta di servizi, for-profit ma soprattutto non-profit, e tra queste in particolare delle imprese sociali. La terza: che se le organizzazioni di Terzo Settore, e in particolare le imprese sociali, non crescono ai ritmi auspicabili per ridurre il gap tra domanda e offerta, e contribuire attraverso il potenziamento dell'offerta di nuovi servizi anche alla crescita economica e occupazionale, è soprattutto perché non dispongono di sufficienti mezzi finanziari. E questo perché - ecco la quarta tesi - le imprese sociali hanno - come e più delle cooperative - difficoltà strutturali di accesso alla finanza che sarebbero da attribuire, da una parte al vincolo di non distribuzione di utili che, come dimostra anche l'analisi delle norme in essere nella maggior parte dei paesi europei, caratterizza queste imprese e, dall'altra, alla debolezza della governance e alle limitate capacità manageriali che le renderebbero *not investments ready*. In particolare, il vincolo alla distribuzione di utili scoraggerebbe potenziali finanziatori interessati a investire in attività in grado di garantire al contempo un profitto e un “impatto sociale positivo misurabile” a prendere in considerazione le opportunità di investimento esistenti nei settori di operatività delle imprese sociali. Di cui la logica conclusione che, affinché le imprese sociali possano usufruire dell'offerta di mezzi finanziari e intensificare la propria crescita, occorra allentare, anche in modo significativo, questo vincolo. Oppure - alternativamente - che sia necessario istituire nuove e diverse tipologie di imprese sociali, con meno vincoli e che lascino ai loro proprietari e manager la decisione di come ripartire il valore prodotto tra utili da destinare ai finanziatori e sostegno alla *mission* sociale, come sarebbero le società *benefit* e le *low profit company*. Interventi giustificati anche dalla convinzione che la finanza

di impatto possa non solo finanziare ma anche spingere le imprese sociali a utilizzare più finanza riuscendo così a crescere a ritmi più veloci.

Queste convinzioni hanno già esercitato la loro influenza anche nel dibattito italiano, prima nel corso della riforma dell'impresa sociale – cercando senza riuscirci di modificare la definizione stessa di impresa sociale e di allentare in misura significativa il vincolo alla distribuzione di utili – e successivamente spingendo per il riconoscimento anche da parte del legislatore di una nuova forma d'impresa, la società *benefit*.

A prima vista queste tesi sembrano convincenti e infatti sono in molti tra gli operatori sia pubblici che del Terzo Settore, incluse molte imprese sociali e loro organizzazioni di rappresentanza, ad aver assunto l'apertura delle imprese sociali alla finanza di impatto come una prospettiva interessante e un obiettivo da perseguire. Tuttavia, ad una analisi più approfondita e priva dei troppi elementi ideologici che da qualche tempo accompagnano il tema della finanza, tutte e quattro queste tesi, prese singolarmente o nella sequenza concatenata con cui sono spesso presentate, risultano piuttosto deboli, perché carenti sia di un adeguato sostegno teorico che di evidenze convincenti.

Innanzitutto, le affermazioni secondo cui ci sarebbe un interesse dei fondi di investimento, inclusi quelli di natura speculativa, a finanziare organizzazioni che operano in settori che non garantiscono profitti elevati non sono supportate da dati empirici convincenti. I valori citati nei dibattiti, spesso consistenti ma anche molto diversi a seconda di chi li enuncia, non risultano mai certificati: al punto che più che di evidenze empiriche pare di essere in presenza di “evidenze evocate”. Inoltre, generalmente, non viene chiarito se i valori e gli esempi riportati riguardino fondi che escludono o dichiarano di non finanziare determinate attività perché ritenute socialmente o ambientalmente dannose ma non per questo meno redditizie, oppure fondi disponibili a finanziare attività destinate, in positivo, a realizzare interventi e servizi sociali, la cui redditività è raramente elevata. In altri termini, non è chiaro se siano indirizzati ad evitare impatti negativi o a realizzare impatti positivi, il che dal punto di vista del rischio e del rendimento non è esattamente la stessa cosa. A dimostrazione di queste incertezze sulla reale consistenza dell'offerta di finanza ad impatto sociale, si può osservare che spesso i suoi sostenitori - come risulta dalla lettura del rapporto della Task Force italiana - vi ricomprendono anche le risorse che sono nella disponibilità di enti che per statuto o per vincoli di legge non possono pretendere ritorni dai loro impieghi. Non è infatti ammissibile la tesi secondo cui se le fondazioni di origine bancaria o altre fondazioni utilizzassero parte dei loro proventi o del loro patrimonio per sostenere investimenti realizzati da imprese sociali, allora si tratterebbe di finanza sociale, mentre se gli stessi importi venissero impiegati per ripianare i costi di gestione o di avviamento di un progetto o di un servizio, quelle risorse sarebbero da intendersi come male allocate. In questi casi siamo nell'ambito, noto da qualche anno anche in

Italia, della *venture philanthropy*, che poco ha a che fare con la finanza di impatto per il semplice fatto che è filantropia e quindi non è – come le istituzioni finanziarie alla ricerca di rendimenti.

Anche la seconda convinzione - che la finanza privata stia diventando o possa diventare la soluzione ai problemi dei sistemi di welfare perché in grado, o di aumentare la domanda pagante, oppure di sostenere l'offerta di servizi da parte delle imprese sociali, risulta piuttosto azzardata. Infatti, se la condizione perché la finanza di impatto operi è che l'intervento finanziato produca un impatto sociale da rendicontare ai sottoscrittori, è evidente che verranno finanziati solo i servizi con un impatto misurabile. Ma poiché molti interventi di welfare sono basati più su un'idea di giustizia sociale e orientati a creare effetti diffusi e impalpabili come una maggior coesione sociale (impossibili da misurare) che sull'attesa di esiti misurabili, si corre il serio rischio che con l'ingresso della finanza di impatto si finisca per disconoscere questa più generale finalità e per modificare radicalmente l'idea stessa di welfare. Specie se, come è avvenuto in Italia con la riforma del Terzo settore, la misurazione di impatto fuoriesce dall'ambito della finanza e viene – senza nessuna ragionevole motivazione – imposta a tutte le organizzazioni. Questo è in particolare il rischio associato a quello strumento di anticipazione di spesa pubblica (e di investimento come viene spesso presentato) che sono i *social impact bond*: essi infatti possono determinare - anche se seguito della capacità di lobbying tipica delle istituzioni finanziarie - spostamenti di spesa pubblica da interventi di maggior interesse sociale verso interventi con risultati misurabili. Con l'ulteriore rischio che finiscano per causare, non una riduzione, ma un aumento della spesa pubblica, tutte le volte che i rendimenti garantiti ai finanziatori superino la minor spesa derivante dal successo del progetto. Se poi i mezzi finanziari impiegati derivassero da domanda di servizi pagante, si finirebbe per potenziare i servizi di welfare per i più abbienti e di contribuire a far diventare anche le imprese sociali e i soggetti di terzo settore dei promotori di disuguaglianza. A fronte di queste, ancorché superficiali osservazioni, la tassazione sui *capital gain*, anche se non gradita ai proprietari di fondi, resta la forma più semplice, più efficace e socialmente più legittimata – certo più dei *social impact bond* - per aumentare le risorse a sostegno dei sistemi di welfare.

Obiettivo del presente saggio è la discussione e la verifica della tenuta delle ultime due tesi, tra loro strettamente collegate. Ci si propone in particolare di verificare attraverso l'analisi della situazione finanziaria e dell'andamento dei flussi finanziari della forma più antica e strutturata di impresa sociale - quella delle cooperative sociali italiane - se e in che misura le imprese sociali italiane hanno avuto o hanno bisogno di mezzi finanziari, se sono riuscite a ottenerne nella misura necessaria, se e come li hanno ottenuti, come li stanno gestendo e se siano (state) veramente – come molti sostengono – *not investments ready*. Per verificare empiricamente se queste imprese sociali – e le imprese sociali in generale - per crescere ulteriormente abbiano davvero bisogno di poter

disporre di una finanza diversa da quella fino ad oggi utilizzata e in particolare dei capitali messi (forse) a disposizione dalla finanza di impatto.

Più precisamente, dopo un esame critico dei fondamenti teorici della tesi di chi sostiene che le imprese sociali siano limitate nel loro sviluppo a causa della carenza di mezzi finanziari – tesi non nuova e indicata come uno dei principali limiti delle cooperative – si riportano i risultati delle poche ricerche empiriche sul tema (par. 2). Si ricostruiscono quindi (par. 3) lo stato economico, finanziario e patrimoniale e la propensione a investire delle cooperative sociali italiane, spesso citate nelle narrazioni sulla finanza di impatto come esempio di staticità a causa della loro incapacità di dotarsi di mezzi finanziari adeguati. Come si vedrà, l'analisi smentisce in modo netto la tesi secondo cui sarebbe stata o sarebbe la carenza di mezzi finanziari a bloccare lo sviluppo di queste imprese. Nelle conclusioni (par.4), infine, si cercherà anche di avanzare alcuni suggerimenti per reindirizzare la riflessione intorno al tema della finanza per l'impresa sociale orientata lungo binari diversi da quelli proposti dalla finanza di impatto.

Con una precisazione preliminare volta ad evitare incomprensioni: con questo lavoro non si vuole assolutamente sostenere che un sistema che garantisca alle imprese sociali un accesso non troppo difficile alla finanza non possa contribuire al loro sviluppo, oggi più di ieri, e che questa sia anche una delle ragioni che spiega l'attenzione che il settore ha prestato alle promesse della finanza di impatto. Si vuole piuttosto evitare che il tema sia trattato in modo superficiale, a partire da posizioni solo o quasi ideologiche, e mostrare la necessità che prima di ipotizzare nuove strategie, strumenti più o meno innovativi e nuove forme di sostegno - e soprattutto prima di negare il valore di esperienze che hanno dato e continuano a dare risposte vere e importanti ai bisogni dei cittadini - sia opportuno dedicare del tempo ad analizzare seriamente la tenuta delle affermazioni e delle ipotesi avanzate.

2. Di che tipo di risorse finanziarie hanno bisogno le imprese sociali e quali sono le possibili fonti?

Per affrontare in modo utile il tema delle relazioni tra finanza e impresa sociale è innanzitutto necessario chiarire i termini della questione. La convinzione secondo cui le imprese sociali avrebbero tutte o quasi un non meglio specificato “bisogno di mezzi finanziari” che spesso, se non sempre, non sarebbero in grado di soddisfare, del tutto o in gran parte, suscita diverse perplessità che ne minano - da un punto di vista logico e in alcuni casi addirittura definitorio prima ancora che empirico - la sostenibilità.

Innanzitutto non si può non osservare che in molti dei lavori sulla finanza di impatto raramente si specifica in modo chiaro di che tipo di “mezzi finanziari” si parla e in particolare a cosa devono servire questi mezzi finanziari. In particolare manca spesso la distinzione fondamentale tra mezzi finanziari destinati alla copertura dei costi di gestione e quelli destinati alla formazione del capitale di rischio e al sostegno degli investimenti. E' chiaro che quando si parla di finanza per l'impresa sociale intendendo soprattutto quella fornita dai fondi di investimento, non ci si può certo riferire ai fabbisogni legati alla copertura dei costi che non possono essere soddisfatti da intermediari finanziari, ma devono derivare dalla vendita dei servizi o comunque da sostegni alla produzione. Qualsiasi riflessione sulle relazioni tra finanza di impatto e imprese sociali dovrebbe quindi riguardare – e andrebbe detto in modo esplicito in tutti i documenti in materia - solo i mezzi destinati alla formazione del capitale di rischio o ai prestiti finalizzati alla formazione del capitale circolante o agli investimenti. E ciò ridimensiona decisamente l'ampiezza del problema che sembrerebbe emergere da dichiarazioni generiche – spesso in risposta a domande mal formulate - dei responsabili di queste imprese che spesso nel lamentare la carenza di risorse finanziarie si riferiscono con tutta evidenza a quelle destinate alla copertura dei costi.

Chiarito di che tipo di domanda di finanza si sta parlando, occorre sottoporre a verifica il secondo passaggio del ragionamento, e cioè, se e in che misura le imprese sociali abbiano davvero bisogno di finanza e se sia la sua carenza a rallentare lo sviluppo. Infatti sia l'esperienza che la ricerca consentono di sostenere che non necessariamente tutte le imprese sociali hanno bisogno di grandi dotazioni di capitale. Dipende innanzitutto e soprattutto dal tipo di servizi che esse erogano. Quando offrono servizi alla persona, queste imprese hanno spesso bisogno più di capitale umano formato e motivato che di mezzi finanziari. A parte che se così non fosse non si spiegherebbe lo sviluppo che esse sono riuscite a realizzare fino ad oggi, soprattutto in alcuni paesi, tra cui l'Italia. Lo conferma in modo piuttosto netto una delle poche ricerche empiriche recenti sul tema realizzata su un campione di imprese sociali inglesi (Lyons, Baldoch, 2014), dove maggiore è stata l'enfasi posta anche dai *policy maker* sull'importanza della finanza per lo sviluppo dell'impresa sociale e dove la dimensione media di queste imprese è piuttosto elevata. Secondo questa ricerca solo il 15% delle intervistate ha dichiarato di aver avuto bisogno di mezzi finanziari esterni nei tre anni precedenti alla ricerca. Anche secondo la ricerca Icsi (Andreaus, Tortia, 2007) realizzata sulle cooperative sociali italiane, la mancanza di mezzi finanziari adeguati non figura tra i principali problemi e viene sempre dopo “i ritardi nei pagamenti da parte delle pubbliche amministrazioni”, che, come è noto, sostengono finanziariamente i costi di gestione.

Ma non risulta dimostrata neppure la tesi secondo cui le imprese sociali soffrano di difficoltà strutturali, e quindi diffuse, di accesso ai canali tradizionali di finanziamento, in particolare a quelli

bancari, in quanto prive di patrimoni adeguati a seguito dell'incapacità di attrarre capitale di rischio per via dell'impossibilità di remunerarlo e delle forme di governance, che, non solo non privilegiano, ma neppure tutelano i potenziali portatori di questo capitale. Da cui deriva una tendenziale sottocapitalizzazione in sé e a confronto con le altre forme di impresa. Queste convinzioni derivate da alcuni modelli teorici sviluppati con riferimento all'impresa cooperativa, non solo non hanno fino ad oggi trovato adeguati riscontri empirici, ma sono state smentite anche da alcune recenti indagini. In particolare, le indagini che a livello sia italiano che internazionale hanno messo a confronto imprese cooperative e imprese di capitali non hanno rilevato livelli di capitalizzazione sistematicamente inferiori per le cooperative e comunque non tali da giustificare una diversa possibilità di accesso al finanziamento bancario (anche se poi in molti documenti anche ufficiali si continua a sostenere il contrario). E questo sembra valere anche per le imprese sociali: dalla già citata ricerca sulle imprese sociali inglesi risulta infatti che del 15% di imprese che hanno dichiarato di avere avuto bisogno di mezzi finanziari, ben l'85% li ha ottenuti dal sistema bancario a condizioni accettabili. Lo stesso sembra valere anche per l'Italia, dove il totale dei crediti erogati dal sistema bancario al settore non-profit è pari a diversi miliardi (Gobbi *et al.*, 2012). E dove, secondo ricerche recenti, il 65% delle imprese sociali è soddisfatto dei rapporti con le banche di riferimento (Osservatorio Ubi Banca, 2014). In altri termini, sembra proprio che – e i dati riportati nel paragrafo successivo lo confermeranno - i sistemi bancari dei paesi come Italia e Regno Unito, dove l'impresa sociale è più sviluppata e conosciuta, abbiano probabilmente capito già da tempo che queste imprese hanno spesso profili di rischio contenuti e le trattano come normali clienti a basso rischio. Infine, non va trascurato che il vincolo alla distribuzione di utili che caratterizza queste imprese può dare anche un contributo significativo alla loro patrimonializzazione e può rappresentare oltre che una leva anche una fonte finanziaria importante per lo sviluppo. Come si vedrà il caso della cooperazione sociale italiana lo dimostra ampiamente.

E' ovviamente possibile che, come la maggior parte delle imprese di medio-piccole dimensioni, anche le imprese sociali non abbiano sempre facile accesso alle risorse finanziarie. Ciò non significa tuttavia che ne abbiano bisogno sempre e in grande quantità, né che la diponibilità di mezzi finanziari esterni all'impresa sia sempre una condizione per la crescita e neppure che esse non siano in grado di reperire i mezzi finanziari di cui hanno bisogno attraverso i canali tradizionali. Inoltre, data la loro natura particolare e la regolamentazione a cui sono sottoposte, è anche possibile che dispongano di proprie fonti di finanziamento. Più che ragionare in termini generali e troppo spesso generici, arrivando a delineare proposte incompatibili con le specificità del modello imprenditoriale dell'impresa sociale è quindi necessario fare qualche sforzo in più per individuare la reale domanda di mezzi finanziari e la reale capacità di ottenerli dai diversi canali disponibili.

3. La struttura finanziaria delle cooperative sociali italiane e la sua evoluzione

3.1 Premessa

L'analisi che segue prende in considerazione i bilanci di cooperative, spa e srl presenti nella banca dati Aida Bureau Van Dijk. L'obiettivo dello studio richiede però di concentrare l'attenzione esclusivamente sui bilanci che rendono 'visibile' la distinzione per durata (entro o oltre i 12 mesi) sia dei debiti che dei crediti. Al fine di verificare la propensione dell'impresa a operare in equilibrio, ovvero a generare un flusso in entrata in grado quantomeno di controbilanciare le uscite correnti, a seguito anche di una adeguata pianificazione degli investimenti e delle fonti individuate per finanziarli, sono stati tuttavia selezionati i prospetti contabili redatti in forma ordinaria o abbreviata ma con indicazione temporale dei debiti e dei crediti.

Per capire il reale fabbisogno di risorse finanziarie delle imprese sociali a partire da una analisi approfondita della situazione finanziaria delle cooperative sociali italiane, il presente studio si propone di rispondere a una serie di domande. La prima: il capitale che le cooperative sociali italiane sono riuscite a investire nel corso degli anni è veramente così limitato come abitualmente affermato? La seconda: le cooperative sociali sono così sottopatrimonializzate da non esser riuscite a crescere, anche e soprattutto, a causa dell'incapacità di attrarre risorse in seguito sia della scarsa dotazione di mezzi propri (a seguito della limitata remunerazione del capitale di rischio) che al basso *collateral* (effetto leva) che ne consegue? La terza: è vero che le cooperative sociali, proprio a causa di questa struttura finanziaria e dei cattivi (*ill-defined*) incentivi all'investimento, legati alla struttura proprietaria e di governance, hanno difficoltà a operare in equilibrio? La quarta: ma se le cooperative sociali presentano tutte queste debolezze (strutturali) di natura finanziaria, che effetto ha avuto la crisi sulla loro capacità di reperire e investire risorse?

A queste domande si risponderà in modo oggettivo sulla base dell'evidenza empirica resa disponibile dai bilanci d'esercizio, e mettendo in comparazione le caratteristiche e i valori delle cooperative sociali rispetto a spa, srl e altre coop. Dapprima, soffermandosi su un unico anno, il 2015, e successivamente estendendo l'analisi a un arco temporale che va dal 2008 al 2015.

L'analisi è condotta, per ciascuna forma d'impresa, sull'aggregato dei bilanci dell'esercizio contabile preso in esame. L'approfondimento tiene conto anche della suddivisione per classe di fatturato al fine di mettere in evidenza eventuali particolarità dipendenti dalla diversa dimensione d'impresa. Nello specifico, la dimensione delle imprese è espressa da quattro intervalli di valore della produzione: la micro, da 0 a 2,5 milioni di euro; la piccola, da 2,5 a 10 milioni di euro; la

media, da 10 a 50 milioni di euro e la grande, con oltre 50 milioni di euro. Infine, si darà brevemente conto anche dei risultati che emergeranno dall'analisi settoriale.

Per quanto riguarda invece gli indicatori utilizzati per studiare l'equilibrio finanziario, ne sono stati scelti due, uno per il breve e l'altro per il lungo periodo, che chiameremo rispettivamente "di liquidità" e di "solidità aziendale". In particolare, con il primo indicatore si intende testare la capacità dell'impresa di affrontare le uscite monetarie di breve periodo (entro 12 mesi) con le disponibilità liquide immediate (cassa) o differite (crediti entro 12 mesi). Con il secondo indicatore ci si prefigge invece di verificare l'adeguatezza del piano di finanziamento o di copertura degli investimenti (equilibrio di lungo periodo), ovvero la coerenza temporale tra le fonti e gli impieghi oltre i 12 mesi. Molto intuitivamente, i due indicatori si calcolano, nel primo caso, rapportando alle disponibilità liquide e ai crediti entro i 12 mesi i debiti di prossima scadenza; mentre, nel secondo caso, l'indicatore si ottiene dividendo il valore del patrimonio netto e dei debiti di lungo periodo per quello delle immobilizzazioni e dei crediti oltre i 12 mesi. In entrambi i casi, per valutare la situazione finanziaria in cui versa l'impresa, si definiscono 4 intervalli di valore. Se gli indicatori (sia di breve che di lungo periodo) assumono un valore compreso tra lo 0% e il 49% si è in presenza di una situazione di grave squilibrio, tra il 50% e il 99% la situazione è critica, tra il 100% e il 150% si prospetta un buon equilibrio finanziario e, infine, un valore maggiore al 150% segnala un equilibrio finanziario ottimale.

Le imprese selezionate rispondenti ai requisiti stabiliti in precedenza e quindi considerate nell'analisi che segue sono risultate:

- a) quasi 600 mila (592.842), di cui 38.375 coop (10.159 sociali), 22.113 spa e 532.354 srl, nell'analisi relativa al 2015
- b) quasi 330 mila (328.644) di cui 21.423 cooperative (5.844 sociali), 19.574 spa e 287.647 srl nell'analisi relativa all'intervallo dal 2008 al 2015¹.

3.2 La situazione al 2015

L'analisi dei bilanci del 2015 segnala innanzitutto che le somme complessivamente amministrate dalle cooperative sociali non sono poi così contenute come sembrerebbe emergere dalle riflessioni e dalle proposte dei fautori della finanza a impatto sociale. Con riferimento alle 10.159 sociali esaminate (tab. 1), si evidenzia infatti come il capitale investito ammontasse nel 2015 a quasi 10

¹ Sono state infatti esaminate esclusivamente le imprese con disponibilità di bilancio in entrambi gli anni.

miliardi di euro (9,8)², con un apporto di mezzi propri, riconducibili essenzialmente alle riserve, di 2,5 miliardi di euro e un valore della produzione nel medesimo anno intorno ai 12 miliardi di euro (11,9). In questo quadro, il maggior contributo è dato dalle sociali di tipo A, con i 2/3 delle risorse mobilitate.

Tabella 1. Risorse mobilitate dalle cooperative sociali in Italia. Valori in migliaia di euro. Anno 2015

	n° imprese	capitale proprio	capitale investito	valore produzione
sociali	10.159	2.503.930	9.784.448	11.891.302
<i>tipo A</i>	5.369	1.664.429	6.333.983	7.913.214
<i>% tipo A</i>	52,8	66,5	64,7	66,5

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

A fronte di questi numeri, diventa interessante capire quanto valga l'assunzione di difficoltà e incapacità finanziaria delle sociali e se sono a tal punto gravi da richiedere, per sostenerne lo sviluppo imprenditoriale e finanche ai fini della loro stessa sostenibilità e sopravvivenza, un'attivazione di nuove risorse

Lo studio delle caratteristiche economico-finanziarie delle cooperative sociali italiane denota una struttura e un modello di funzionamento diverso dalle altre forme, ma non per questo inefficiente.

Quando si parla di carenza di risorse finanziarie infatti non si può farlo in modo generico, ma occorre calare la riflessione nel contesto operativo dell'impresa, a partire dal settore di attività, dalle sue caratteristiche e dalla composizione dell'attivo che ne consegue. Infatti, come è già stato detto nei paragrafi precedenti, nella casistica di attività *labour-intensive*, come sono per la stragrande maggioranza i servizi sociali, il fattore strategico non è tanto il capitale finanziario quanto piuttosto quello umano. Di conseguenza, la dotazione di capitale non dovrà essere così elevata come quella che si potrebbe rilevare in un'impresa manifatturiera o in altre imprese di servizi. In aggiunta, lo stesso livello di capitale può essere ottenuto attraverso una differente combinazione di capitale proprio e di capitale di terzi, a patto che l'impresa sia poi in grado di far fronte alle uscite, ovvero alla restituzione delle risorse ottenute in prestito. Seguendo questa logica, se un'impresa che si caratterizza per una quota prevalente di attivo circolante a seguito del tipo di attività svolta (terziario – *labour-intensive*) riesce a garantire un maggior ritorno del capitale investito sotto forma di maggiori ricavi, essa sarà in grado di rispondere adeguatamente alla maggiore esposizione finanziaria. Non è dunque possibile formulare, a priori, un giudizio di efficienza basato sul livello

²Valore su cui i sostenitori della finanza di impatto dovrebbero riflettere se è vero che – come emerge dalla ricerca realizzata da Tiresia - i fondi di investimento disponibili ad oggi in Italia ammonterebbero alla modesta cifra di qualche centinaio di milioni.

puro e semplice delle risorse investite, senza aver ben presente il quadro complessivo di azione dell'impresa.

Come è stato anticipato, l'analisi delle cooperative sociali in Italia dimostra proprio quanto fin qui affermato.

Guardando infatti esclusivamente al livello del capitale proprio investito dalle sociali rispetto a quello delle altre forme d'impresa, la distanza risulta considerevole (tab. 2): in media, 246 mila euro contro 794 delle srl, 903 delle altre coop e 34,3 milioni delle spa.

In base a quanto assunto dalla quarta tesi riportata nel paragrafo introduttivo, questo basso apporto di mezzi propri dovrebbe compromettere la capacità dell'impresa di sviluppare la propria attività. I dati dicono invece il contrario. Le cooperative sociali rappresentano la forma di impresa con il maggior effetto leva: per ogni euro di capitale proprio sono riuscite infatti a generarne complessivamente ben 3,91 contro i 2,89 delle srl, i 2,71 delle spa e i 3,72 delle altre coop. A tal proposito, l'approfondimento della composizione del capitale investito ci dice che il 69% di quello delle cooperative sociali contro il 57% delle srl, il 46% delle spa e il 65% delle altre coop è costituito da attivo circolante, osservazione che spiega - soprattutto rispetto alle società di capitali - il differente fabbisogno finanziario in termini di risorse proprie. Infatti, l'apporto (fabbisogno) di capitale di rischio andrebbe commisurato alla necessità dell'impresa di effettuare impieghi finanziari di lungo termine (investimenti), a sua volta legata al tipo di attività svolta (*capital o labour-intensive*).

Tabella 2. Struttura finanziaria delle sociali rispetto a srl, spa e altre coop. Valori medi. Anno 2015

	<i>media</i>	sociali	srl	spa	altre coop
capitale proprio (migliaia di euro)		246	794	34.378	903
effetto leva		3,91	2,89	2,71	3,72
capitale investito (migliaia di euro)		963	2.293	93.243	3.364
% attivo circolante		69	57	46	65
% debiti b/p		80	68	66	78
valore produzione (migliaia di euro)		1.171	1.802	56.499	3.110
resa capitale investito		1,22	0,79	0,61	0,92
	<i>settoriale</i>	sociali	srl	spa	altre coop
solidità		147	128	105	120
liquidità		128	88	82	80

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

La composizione dell'attivo si ripercuote poi anche sull'incidenza dei debiti di breve periodo, che risulta nelle sociali (e nelle altre coop) significativamente superiore a quella delle società di capitali (tab. 2).

Guardando poi al valore della produzione, le sociali presentano una dimensione media inferiore a tutte le forme d'impresa, ma, se si osserva la resa del capitale - data dal rapporto tra il valore della produzione e il capitale investito - si può apprezzare come essa risulti nelle sociali nettamente superiore a ogni altra tipologia d'impresa, altre coop incluse. A tal proposito, è interessante segnalare come la maggior resa del capitale in termini di valore della produzione garantisca alle cooperative sociali degli indicatori finanziari migliori, soprattutto per quanto riguarda la liquidità, che risulta più che positiva, a differenza delle altre forme, caratterizzate invece da valori inferiori a quelli di equilibrio.

La conformazione delle sociali non sembra perciò rappresentare un limite o una causa di inefficienza del modello. Anche perché esaminando la loro distribuzione per classe dimensionale emerge una pressoché perfetta sovrapposibilità con quella delle srl e delle altre coop (tab. 3), seppur con un'incidenza leggermente inferiore della classe medio-grande, che ne comprime, come visto in precedenza, la dimensione media complessiva. In particolare, soffermandosi sulla micro dimensione, ovvero la classe maggiormente rappresentata anche nelle srl e nelle altre coop, si rileva come il livello medio del valore della produzione delle sociali superi in questo caso quello delle altre coop, 416 contro 369 mila euro, e avvicini quello delle srl (461 mila euro) (tab. 4). In aggiunta, anche nelle classi superiori, i valori medi delle cooperative sociali risultano essere in linea con quelli delle srl e delle altre coop, fatta eccezione per la grande dimensione. Questo, nonostante trovi conferma il minor livello di capitale investito trasversalmente alle classi dimensionali e rispetto a tutte le forme d'impresa sia in valori assoluti (tab. 5) che rispetto al valore della produzione. Ma che, come si è visto, tradotto in termini di resa (valore della produzione/capitale investito; tab. 6), risulta superiore nelle sociali, garantendo un equilibrio finanziario diffuso superiore alle altre forme d'impresa, confermato sia dall'indicatore di solidità che di liquidità (tabb. 7 e 8).

Tabella 3. Distribuzione del numero di imprese per classe dimensionale e forma d'impresa. Valori in %. Anno 2015

<i>Classe dimensionale</i>	sociali	srl	spa	altre coop
micro	90,5	88,2	23,3	88,7
piccola	7,9	9,2	22,9	7,9
media	1,4	2,2	37,7	2,7
grande	0,2	0,3	16,1	0,7

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

Tabella 4. Valore della produzione medio per classe dimensionale e forma d'impresa. Valori in migliaia euro. Anno 2015

<i>Classe dimensionale</i>	sociali	srl	spa	altre coop
micro	416	461	824	369
piccola	4.710	4.723	6.034	4.911
media	18.316	18.934	22.898	20.437
grande	77.486	179.967	287.475	272.519

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

Tabella 5. Capitale medio investito per classe dimensionale e forma d'impresa. Valori in migliaia euro. Anno 2015

<i>Classe dimensionale</i>	sociali	srl	spa	altre coop
micro	381	1.146	21.183	603
piccola	3.788	5.194	22.753	5.156
media	13.488	17.415	36.305	20.979
grande	61.061	138.886	431.033	274.376

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

Tabella 6. Resa del capitale investito per classe dimensionale e forma d'impresa. Valori in unità di euro. Anno 2015

<i>Classe dimensionale</i>	sociali	srl	spa	altre coop
micro	1,09	0,40	0,04	0,61
piccola	1,24	0,91	0,27	0,95
media	1,36	1,09	0,63	0,97
grande	1,27	1,30	0,67	0,99

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

Tabella 7. Indicatore di solidità per classe dimensionale e forma d'impresa. Valori in %. Anno 2015

<i>Classe dimensionale</i>	sociali	srl	spa	altre coop
micro	163	125	108	143
piccola	148	137	112	132
media	131	135	123	114
grande	128	121	101	112

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

Tabella 8. Indicatore di liquidità per classe dimensionale e forma d'impresa. Valori in %. Anno 2015

<i>Classe dimensionale</i>	sociali	srl	spa	altre coop
micro	139	79	97	81
piccola	131	95	94	80
media	117	96	90	78
grande	114	89	80	80

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

Anche l'analisi per settore economico non fa che confermare l'assenza di problemi di sottocapitalizzazione nelle cooperative sociali: queste presentano anche nel settore dell'altra industria (dove sono raggruppate le imprese dell'industria manifatturiera diversa dall'alimentare e quindi include soprattutto cooperative di inserimento lavorativo) un rapporto tra capitale investito e valore della produzione superiore a spa e srl (tab. 9). In pieno contrasto con una delle convinzioni dei sostenitori della finanza di impatto, quella dell'incapacità delle imprese sociali di reperire risorse quando ne hanno la necessità e confermando comunque anche in questo caso la capacità di ottenere un equilibrio finanziario migliore sia delle imprese convenzionali che delle stesse cooperative diverse dalle sociali (tabb. 10 e 11).

Tabella 9. Resa del capitale investito per settore economico e forma d'impresa. Valori in unità di euro. Anno 2015

<i>Settore economico</i>	sociali	srl	spa	altre coop
Agricoltura	0,56	0,32	0,55	1,08
Industria alimentare	0,89	1,16	0,99	1,37
Altra industria	0,80	0,95	0,85	0,71
Energia e acqua	1,10	0,55	0,68	1,11
Costruzioni e attività immobiliari	0,74	0,23	0,24	0,40
Commercio	1,08	1,63	1,59	1,26
Trasporti e magazzinaggio	1,31	1,14	0,24	1,71
Alloggio e ristorazione	1,17	0,57	0,55	0,98
KIBS	1,18	0,49	0,16	1,09
Altri servizi di supporto alle imprese	1,25	0,86	0,48	1,33
Istruzione	1,30	3,96	0,77	1,05
Servizi sanitari	1,19	0,17	0,64	1,22
Assistenza sociale	1,29	0,92	0,95	1,08
Altri servizi pubblici, sociali e personali	1,20	0,90	0,68	0,99

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

Tabella 10. Indicatore di solidità per settore economico e forma d'impresa. Valori in %. Anno 2015

<i>Settore economico</i>	sociali	srl	spa	altre coop
Agricoltura	108	99	120	108
Industria alimentare	100	128	114	112
Altra industria	142	147	128	149
Energia e acqua	137	105	109	111
Costruzioni e attività immobiliari	161	130	135	126
Commercio	128	156	118	96
Trasporti e magazzinaggio	161	116	69	129
Alloggio e ristorazione	120	89	92	97
KIBS	141	117	111	123
Altri servizi di supporto alle	182	109	88	127

imprese				
Istruzione	135	110	131	183
Servizi sanitari	132	113	106	54
Assistenza sociale	163	118	151	123
Altri servizi pubblici, sociali e personali	132	98	93	109

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

Tabella 11. Indicatore di liquidità per classe dimensionale e forma d’impresa. Valori in %. Anno 2015

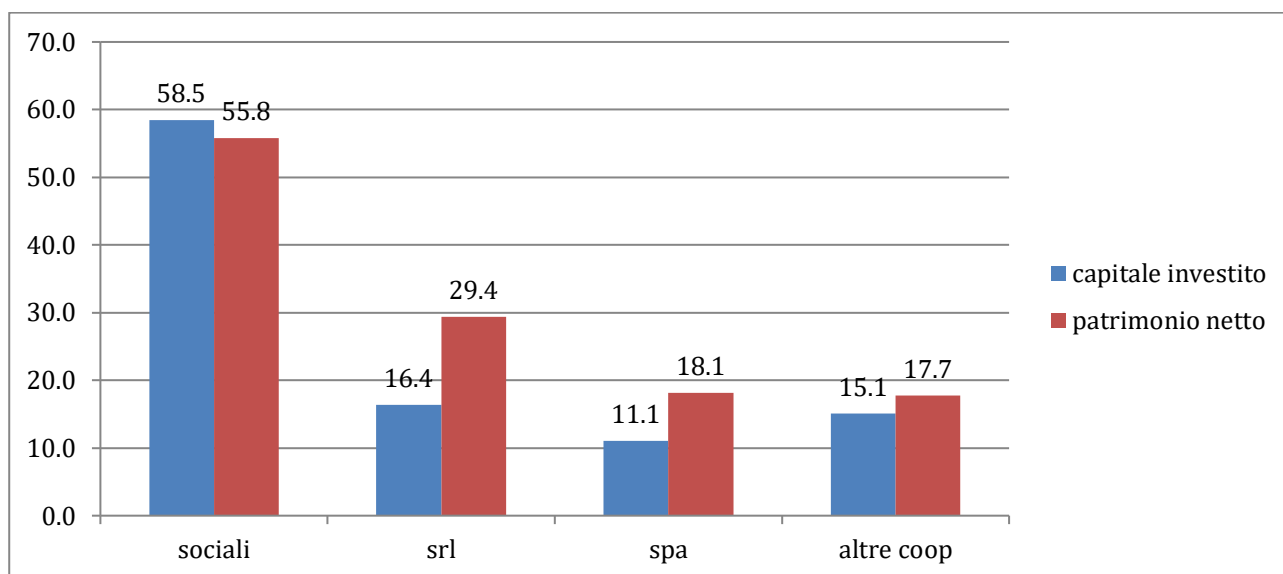
<i>Settore economico</i>	sociali	srl	spa	altre coop
Agricoltura	89	57	92	75
Industria alimentare	88	93	94	59
Altra industria	138	98	87	106
Energia e acqua	119	103	108	107
Costruzioni e attività immobiliari	127	61	66	64
Commercio	91	89	88	83
Trasporti e magazzinaggio	123	110	52	108
Alloggio e ristorazione	110	62	67	89
KIBS	112	116	111	114
Altri servizi di supporto alle imprese	136	101	70	107
Istruzione	124	102	106	124
Servizi sanitari	124	113	97	110
Assistenza sociale	134	116	180	114
Altri servizi pubblici, sociali e personali	120	89	83	104

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

3.3. L’evoluzione dal 2008 al 2015

Analizzando l’evoluzione delle risorse finanziarie investite dalle cooperative sociali nell’attività imprenditoriale durante la crisi (fig. 1), emerge, contrariamente alle aspettative del ‘sentir comune’, un divario nei tassi di crescita del capitale investito particolarmente ampio tra le sociali e le altre tre forme, a favore delle prime. Lo stesso trend trova conferma anche nell’analisi dell’andamento del patrimonio netto.

Figura 1. Tassi di crescita di capitale investito e patrimonio netto per forma d'impresa. Valori in %. Anni 2008 – 2015



Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

La maggior crescita delle risorse finanziarie delle cooperative sociali tra il 2008 e il 2015 caratterizza inoltre tutte le classi dimensionali (tabb. 12 e 13), con l'unica eccezione della media dimensione, in cui le srl presentano un incremento del patrimonio netto leggermente superiore, +47% contro il +43,8% delle sociali (tab. 13). Di particolare interesse è inoltre la performance registrata dalle cooperative sociali nella grande dimensione, interessate da una crescita del capitale investito dell'85,1% e del patrimonio netto di oltre il 100% (tab. 12).

Anche la variazione del capitale investito registrato nella micro dimensione appare degna di nota, con una crescita del +48,4% nelle sociali contro un +5,5%, un -0,4% e un -0,8% rispettivamente nelle srl, spa e altre coop.

Tabella 12. Tassi di crescita del capitale investito per classe dimensionale e forma d'impresa. Valori in %. Anni 2008 – 2015

	sociali	srl	spa	altre coop
Fino a 2,5	48,4	5,5	-0,4	-0,8
piccola	65,4	21,8	5,3	17,6
media	49,1	29,0	6,9	23,9
grande	85,1	25,5	13,2	16,6

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

Tabella 13. Tassi di crescita del patrimonio netto per classe dimensionale e forma d'impresa. Valori in %. Anni 2008 – 2015

	sociali	srl	spa	altre coop
Fino a 2,5	40,6	17,4	21,1	1,0
piccola	68,2	33,2	14,5	8,2
media	43,8	47,0	16,7	20,7
grande	102,4	41,0	18,5	23,6

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

La maggiore dinamicità delle cooperative sociali sul fronte delle risorse investite si conferma inoltre trasversale ai settori d'attività (tabb. 14 e 15). A tal proposito, con riferimento al capitale investito (tab. 14), una variazione percentuale inferiore si rileva esclusivamente nell'agricoltura rispetto a tutte le altre forme d'impresa e nell'istruzione rispetto alle sole srl.

Mentre, prendendo in considerazione il patrimonio netto (tab. 15), sono solamente 5 su 14 i settori in cui il capitale proprio è cresciuto meno nelle cooperative sociali rispetto a tutte (in 1 caso) o alcune delle altre forme d'impresa (negli altri 4 casi).

Neppure durante la crisi, quindi, le cooperative sociali hanno segnalato difficoltà dal punto di vista finanziario, contraddistinguendosi invece per una capacità di crescita (investimento) superiore a quella di tutte le altre forme d'impresa.

Tabella 14. Tassi di crescita del capitale investito per settore economico e forma d'impresa. Valori in %. Anni 2008 – 2015

	sociali	srl	spa	altre coop
Agricoltura	15,4	19,4	27,4	25,7
Industria alimentare	170,0	22,7	26,8	19,9
Altra industria	26,1	20,7	15,5	11,0
Energia e acqua	131,2	34,7	15,8	73,0
Costruzioni e attività immobiliari	41,0	7,3	16,3	3,2
Commercio	31,3	20,0	32,2	18,9
Trasporti e magazzinaggio	59,5	21,0	8,2	29,8
Alloggio e ristorazione	48,0	8,0	-1,8	20,5
KIBS	55,2	22,1	2,8	6,6
Altri servizi di supporto alle imprese	49,8	24,0	-15,6	16,4
Istruzione	44,0	58,8	-3,1	27,2
Servizi sanitari	60,6	22,8	32,1	10,8
Assistenza sociale	62,7	51,7	25,4	50,5
Altri servizi pubblici, sociali e personali	55,8	23,5	30,6	27,4

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

Tabella 15. Tassi di crescita del patrimonio netto per settore economico e forma d'impresa. Valori in %. Anni 2008 – 2015

	sociali	srl	spa	altre coop
Agricoltura	5,4	16,6	25,4	29,8
Industria alimentare	124,8	61,1	49,6	29,0
Altra industria	21,4	27,7	28,3	6,3
Energia e acqua	131,2	78,0	5,5	81,8
Costruzioni e attività immobiliari	36,7	19,8	18,4	2,5
Commercio	36,5	43,9	56,1	25,7
Trasporti e magazzinaggio	75,8	31,1	7,7	20,9
Alloggio e ristorazione	48,2	13,2	11,1	36,1
KIBS	52,3	27,9	17,8	11,3
Altri servizi di supporto alle imprese	49,2	34,6	-12,4	20,6
Istruzione	72,8	89,7	-2,6	35,3
Servizi sanitari	57,1	29,0	43,0	20,7
Assistenza sociale	63,1	58,3	27,4	13,1
Altri servizi pubblici, sociali e personali	50,9	36,9	53,1	12,8

Fonte: Elaborazioni Euricse su dati Aida – Bureau Van-Dijke Albo Cooperative MISE.

4. Conclusioni

Contrariamente a quanto sostenuto da diversi autori e più di recente da coloro che ritengono indispensabile per lo sviluppo dell'impresa sociale un interessamento della finanza di impatto i risultati dell'analisi della situazione e dell'evoluzione della situazione finanziaria delle cooperative sociali dimostra che esse non presentano particolari problemi di reperimento di risorse finanziarie. Esse mostrano inoltre sia un più che perfetto equilibrio della struttura finanziaria che una elevata capacità di generare valore rispetto al capitale investito, ovvero per euro di capitale investito. Evidentemente quest'ultima attitudine, testimoniata dal particolarmente elevato valore medio della produzione registrato nella micro dimensione, consente alle cooperative sociali di meglio bilanciare le uscite, potendo contare su una più elevata rotazione del capitale investito.

La minor patrimonializzazione rispetto alle società di capitali trova invece spiegazione nel minor fabbisogno di risorse finanziarie in quanto le attività abitualmente svolte da questa particolare forma d'impresa si caratterizzano per una natura poco capital-intensive e anzi solitamente marcatamente *labour-intensive*.

Ciò che l'evidenza empirica consente di sottolineare è che non esista un problema di carenza di risorse finanziarie, intesa quale incapacità delle cooperative sociali di mobilitare il capitale necessario al perseguimento dell'obiettivo sociale. Le cooperative sociali italiane hanno invece dimostrato di essere riuscite – soprattutto accantonando gli utili annuali – a dotarsi del patrimonio

netto sufficiente per realizzare le attività, tipiche delle imprese sociali, poco capital-intensive e in settori in cui gli investimenti finanziari (impieghi di lungo periodo) non sono particolarmente rilevanti, ma dove conta di più il livello di capitale umano. Questa conclusione è suffragata dal più elevato effetto leva delle sociali rispetto in particolare a entrambe le forme di società di capitali e dal miglior equilibrio rispetto a tutte le forme esaminate. Infatti, la maggior resa del capitale investito in termini di ricavi generati per euro di capitale ha finora consentito alle cooperative sociali di far fronte alle uscite, per la maggior parte di breve periodo (entro i 12 mesi). Tanto che le cooperative sociali possono contare su un surplus di liquidità, diversamente dalle altre imprese e da quanto assunto a livello teorico.

Infine, in un periodo storico di difficoltà economiche come quello dell'ultima Grande contrazione, se fossero state vere e valide tutte le preoccupazioni e le tesi avanzate circa l'incapacità delle imprese sociali di attivare un adeguato (efficiente) livello di risorse, allora i dati avrebbero dovuto dimostrare un crollo della forma di impresa sociale rappresentata dalle cooperative sociali. Al contrario, l'analisi dell'intervallo temporale 2008-2015 evidenzia una crescita, tanto del capitale complessivamente investito che del patrimonio netto, nettamente superiore a quella di tutte le altre forme d'impresa.

Se l'analisi approfondita del tema dei rapporti tra imprese sociali e finanza consiglia maggior cautela nei giudizi e nelle proposte non si intende sostenere che il tema di come costruire una finanza per l'impresa sociale sia privo di interesse. Infatti, man mano che aumenta la rilevanza delle imprese sociali nella produzione di servizi alla persona e alla famiglia e nell'inserimento lavorativo e, ancor più, se questo modello imprenditoriale verrà utilizzato, come auspicato da molti e come sta iniziando a succedere, per avviare e gestire attività in settori diversi dai servizi sociali tradizionali - come servizi sanitari, *housing* sociale, beni e siti storici e monumentali, turismo sociale, servizi di rete, ecc. - il fabbisogno di mezzi finanziari a sostegno degli investimenti sarà destinato a crescere. L'accesso a mezzi finanziari adeguati - anche provenienti da canali diversi da quelli tradizionali - diventerà quindi una condizione di sviluppo delle imprese sociali di importanza crescente, ma senza illudersi ed illudere che la finanza - in particolare quella messa a disposizione dai fondi - anche se "di impatto" possa diventare il motore sia della crescita di quelle esistenti che della nascita di nuove imprese sociali. Innanzitutto l'evoluzione del fenomeno, i dati e le esperienze fin qui illustrati dimostrano che altre sono le forze alla base dei processi che governano la nascita e la diffusione di questo tipo di imprese. In secondo luogo, è chiaro che stante la natura di queste imprese, i bassi rendimenti delle attività e i tempi lunghi di ammortamento degli investimenti, la finanza che serve non può essere in alcun modo di tipo speculativo. In altri termini, è del tutto illusorio ritenere che la finanza di cui hanno o potranno aver bisogno le imprese sociali possa essere offerta da istituzioni

finanziarie che devono garantire ai loro proprietari o clienti rendimenti almeno in linea con quelli del mercato. E ciò resterebbe vero anche se si ammettesse una distribuzione di utili così ampia da far venire meno una delle caratteristiche fondanti di queste imprese.

Più che di molta finanza, quella di cui potrebbero avere bisogno le imprese sociali per ampliare le proprie attività e la propria presenza in nuovi settori è una finanza dedicata, paziente ed esclusiva, del tutto o quasi disinteressata ai rendimenti economici e attenta prevalentemente - e non solo marginalmente - alle ricadute sociali. Una finanza che deve quindi essere gestita da istituzioni dedicate di cui l'Italia è già in parte dotata e che semmai hanno solo bisogno di essere completate e sostenute da alcuni nuovi strumenti, quali potrebbero essere fondi speciali di tipo "filantropico", creati e gestiti da soggetti non-profit che finora hanno esclusivamente, o quasi, finanziato la gestione dei servizi e che potrebbero invece destinare parte delle loro erogazioni al sostegno degli investimenti. Essi potrebbero poi accrescere i mezzi a disposizione sia continuando a intensificare i rapporti con il sistema bancario, che in questi anni ha dimostrato di saperle sostenere in modo adeguato, sia attivando e garantendo forme di raccolta presso i risparmiatori, anche attraverso nuovi strumenti di carattere azionario o obbligazionario. In questi casi, una parziale distribuzione di utili a favore dei finanziatori non sarebbe in contrasto con le finalità delle imprese sociali e non ne stravolgerebbero la loro natura di enti senza scopo di lucro.

Bibliografia

Andreas, M., Tortia, E. (2007), "La dimensione economica", in *Impresa Sociale*, luglio- settembre, n.3, vol 76, pp. 83-106.

Gobbi G., Felici R., Pico R. (2012), L'evoluzione della domanda di credito per il terzo settore, in Venturi P., Rago S. (2012), *Co-operare. Proposte per uno sviluppo umano integrale*, Atti de Le Giornate di Bertinoro per l'EconomiaCivile 2012, Aiccon.

Lyons F., Baldoch R., (2014), *Financing social ventures and the demand for social investment*, in "Third Sector Research Centre", Working Paper, 124, luglio.

Osservatorio UBI Banca su Finanza e Terzo Settore (2014), *Indagine sui fabbisogni finanziari delle cooperative sociali in Italia*, marzo