

# Come finanziare il *non profit*: l'applicabilità delle tecniche di *project financing* agli enti del terzo settore

## Financing the Non-Profit Sector: the applicability of project financing techniques to third sector organizations

MATTEO TARASCHI

(Avvocato, Dottorando di ricerca in Business&Law – Università degli Studi di Bergamo)

### Abstract

Sebbene il d.lgs. 3 luglio 2017 n.117 abbia inteso riorganizzare la disciplina del cosiddetto Terzo settore, definendone il perimetro e prevedendo nuove modalità di finanziamento, tanto pubbliche quanto private, lo stesso decreto non sembra aver superato le difficoltà che gli enti del terzo settore riscontrano nel momento in cui si affacciano al mercato del credito. Nonostante la diffusione delle nuove tecniche di reperimento delle risorse finanziarie (e.g., *crowdfunding*, titoli di solidarietà; *green bond*; *social bond*) permangono ancora notevoli difficoltà nell'accesso al credito mediante i canali bancari tradizionali. Lo scopo del presente contributo è cercare di dimostrare come il *project financing* possa rappresentare una valida alternativa per il reperimento di risorse finanziarie da parte degli enti del terzo settore, in quanto capace di collegare le risorse erogate dagli enti di credito allo svolgimento delle attività istituzionali tipiche del terzo settore.

*Although Legislative Decree No. 117 of July 3, 2017 aimed to reorganize the regulation of the so-called Third Sector, defining its scope and providing new methods of financing, both public and private, it does not appear to have overcome the difficulties faced by third sector organizations when approaching the credit market. Despite the proliferation of new financial resource acquisition techniques (e.g., crowdfunding, solidarity bonds, green bonds, social bonds), significant challenges persist in accessing credit through traditional banking channels. The purpose of this contribution is to demonstrate how project financing can serve as a viable alternative for obtaining financial resources by third sector organizations, as it can connect the funds provided by credit institutions to the performance of the typical institutional activities of the third sector.*



**Sommario:** 1. Gli enti del terzo settore e le caratteristiche della loro attività. 2. ETS e finanziamenti: il complicato rapporto con il sistema bancario. 3. L'applicabilità delle tecniche di *project financing* agli ETS. 4. Le esperienze comunicate al mercato: le particolarità del *project financing* applicato al Terzo Settore. 5. Considerazioni conclusive e prospettive.

## 1. Gli enti del terzo settore e le caratteristiche della loro attività

Preliminarmente, è utile ricordare che con l'espressione Terzo settore si intende un insieme di organizzazioni *non profit* che perseguono finalità sociali attraverso il soddisfacimento di alcuni bisogni della collettività<sup>1</sup>.

Sebbene la suddetta definizione sia diventata di uso comune, in letteratura si è riscontrata la difficoltà di individuare le caratteristiche essenziali delle organizzazioni del Terzo settore, allo scopo di circoscrivere l'ambito di applicazione di tale nozione. Infatti, questa rappresenta lo sviluppo di numerose teorie e il contributo di autori e studiosi che, negli anni, hanno provato ad individuare un minimo comune denominatore delle organizzazioni che operano in un settore connotato da elevata eterogeneità<sup>2</sup>.

In questo panorama, un tentativo di ricostruzione è stato operato dal Codice Unico del Terzo Settore (d.lgs. n. 117/2017) (CTS) che, in attuazione della legge delega 106 del 2016, ha inteso riorganizzare e sistematizzare la disciplina del Terzo settore, da sempre caratterizzata da una rilevante disomogeneità e stratificazione normativa.

In particolare, tale riforma ha avuto il merito di istituire una nuova categoria generale di soggetti giuridici, consistente negli enti del terzo settore (ETS) elencati all'art. 4, comma 1, del CTS<sup>3</sup>, ai sensi di tale previsione sono considerati enti del terzo settore: le organizzazioni di volontariato, le associazioni di promozione sociale, gli enti filantropici, le imprese sociali, incluse le cooperative sociali, le reti

---

<sup>1</sup> Per una ricostruzione più approfondita di tale istituto, si rinvia, tra gli altri, a: E. MANGONE, *The Third Sector Organizations for Sustainable Development, Governance and Participatory Citizenship*, in *Italian Sociological Review*, 2012, 14; P. DONATI, I. COLOZZI, *Il valore aggiunto delle relazioni sociali*, Milano, 2011; B. ENJOLRAS, L.M. SALAMON, K.H. SIVESIND, A. ZIMMER, *The third sector as a renewable resource for Europe: Concepts, impacts, challenges and opportunities*, Basingstoke, 2018.

<sup>2</sup> S. BENVENUTI, S. MARTINI, *La crisi del welfare pubblico e il "nuovo" Terzo settore: la via tracciata dalla legge delega n. 106/2016*, 2017, 7.

<sup>3</sup> Sul punto, per un'utile ricostruzione *cf.* M. GARONE, E. DI PASSIO, J. PETTINACCI, G. SEPIO, *Gli enti del Terzo settore*, in G. SEPIO (a cura di), *Terzo settore. Manuale 2023*, Milano, 2023, 3 e ss.; A. PROPERSI; G. ROSSI, *cit.*, 65.

associative, le società di mutuo soccorso, le associazioni, riconosciute o non riconosciute, e le fondazioni<sup>4</sup>.

A tale elenco si aggiunge l'individuazione di una categoria residuale, rappresentata dagli altri enti di carattere privato, diversi dalle società, costituiti per il perseguimento, senza scopo di lucro, di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale mediante lo svolgimento di una o più attività di interesse generale in forma di azione volontaria o di erogazione gratuita di denaro, beni o servizi, o di mutualità o di produzione o scambio di beni o servizi iscritti nel Registro Unico Nazionale del Terzo Settore (RUNTS).

Quanto ai caratteri distintivi degli ETS, sulla base della disciplina dettata dal CTS, possono sinteticamente elencarsi i seguenti: (i) l'esercizio, in via esclusiva o principale, di una o più attività di interesse generale per il perseguimento, senza scopo di lucro, di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale<sup>5</sup>; (ii) la destinazione vincolata del patrimonio, il quale deve essere utilizzato per lo svolgimento dell'attività statutaria ai fini del perseguimento delle finalità di cui al punto (i) che precede; e (iii) l'iscrizione nel RUNTS, alla cui dettagliata disciplina è dedicato l'intero Titolo VI (artt. 45-54) del CTS<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Per una panoramica complessiva sul d.lgs. n. 117/2017 e per un confronto con il sistema normativo precedente alla riforma si veda, *inter alios*: G. SEPIO (a cura di), *Terzo settore. Manuale 2023*, Milano, 2023; M. GHIONE, *Manuale di diritto del terzo settore*, Milano, 2023; L. MONTANINI, A. D'ANDREA, *La riforma del Terzo settore*, Torino, 2020; A. PROPERISI; G. ROSSI, *Gli enti del Terzo Settore. Gli altri enti non profit dopo la riforma*, Milano, 2022; P. CONSORTI, L. GORI, E. ROSSI, *Diritto del terzo settore*, Bologna, 2021; G. BOLETTI, *La Riforma del Terzo settore e la necessità di introdurre un regime tributario strutturale, di settore, valido per tutti gli ETS*, 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, 2018; C. BAUCO, V. CAPOZZI, *La riforma del terzo settore: il regime transitorio*, Documento di ricerca presso il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, 2018; S. BENVENUTI, *Finalmente una disciplina organica del Terzo settore: dalla legge delega n. 106 del 2016 ai decreti legislativi di attuazione*, in *Osservatorio sulle fonti*, 2, 2017, 1 e ss.; S. BENVENUTI, S. MARTINI, *La crisi del welfare pubblico e il "nuovo" Terzo settore: la via tracciata dalla legge delega n. 106/2016*, cit., 7. Per gli aspetti fiscali si veda, per tutti: R. RIZZARDI, F. TARINI, T. TASSANI, *Profili fiscali: Iva ed altre imposte indirette*, in G. SEPIO (a cura di), *Terzo settore. Manuale 2023*, Milano, 2023, 211 e ss.; COMMISSIONE TERZO SETTORE E NON PROFIT, *Il regime fiscale degli enti del terzo settore: spunti critici sulla riforma in ambito tributario e decorrenze*, Documento della Fondazione TELOS, Centro Studi dell'ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma, 2017.

<sup>5</sup> Si noti che le attività di interesse generale esercitate dagli ETS per il perseguimento, senza scopo di lucro, di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale in via esclusiva o principale sono definite dall'art. 5 del CTS.

<sup>6</sup> *Cfr.* C. BAUCO, V. CAPOZZI, cit., 67.

Coerentemente con lo scopo del presente contributo, in questa sede ci si limita a rilevare come, sotto il profilo civilistico, un elemento caratterizzante degli ETS sia costituito dalle finalità perseguite da tali enti. A questo riguardo, si ricorda che, tra le modalità di perseguimento di tali finalità, il CTS richiama l'esercizio di attività volontaristica, erogativa, mutualistica, produttiva di servizi o beni, non fornendo una definizione globale delle attività di interesse generale, ma predisponendo un elenco di tali attività, da considerarsi tassativo. Infatti, le attività di interesse generale<sup>7</sup> costituiscono l'oggetto sociale degli ETS e sono un requisito essenziale per assumere la qualifica di ETS o impresa sociale. A ciò si aggiunga che l'individuazione dell'attività di interesse generale svolta dall'ente assume rilievo anche a fini fiscali, nonché per la qualificazione della natura (commerciale o non commerciale) dell'ente stesso (art. 79, comma 5, del CTS)<sup>8</sup>.

## 2. ETS e finanziamenti: il complicato rapporto con il sistema bancario

Delimitato sin qui l'ambito soggettivo, occorre ora chiarire che, salvo pochi grandi enti (tipicamente fondazioni dotate di patrimoni considerevoli), il Terzo settore si caratterizza per la presenza di migliaia di enti di medio-piccole dimensioni, caratterizzati dall'intrinseca inadeguatezza delle strutture organizzative, con sistemi contabili e di controllo insufficienti e con considerevoli rischi di non continuità e regolarità dell'attività svolta dall'ente<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Tali attività possono essere svolte in qualsiasi forma, sia erogativa che imprenditoriale (art. 2082 c.c.). Le modalità di svolgimento di tali attività (a titolo gratuito o dietro corrispettivo) sono rilevanti non solo per la scelta tra impresa sociale e ETS, ma anche per qualificare la fiscalità di questi ultimi.

<sup>8</sup> Cfr. M. PROPERSI, *Il finanziamento degli enti non profit. Verso nuovi modelli organizzativi e di welfare*, Milano, 2002.

<sup>9</sup> Cfr. M. PROPERSI, cit., 5. Peraltro, con riferimento alla regolarità dell'attività svolta dagli enti del terzo settore, non può essere taciuto l'art. 93 del Codice Unico del Terzo Settore il quale statuisce che: "I controlli sugli enti del Terzo settore sono finalizzati ad accertare: a) la sussistenza e la permanenza dei requisiti necessari all'iscrizione al Registro unico nazionale del Terzo settore; b) il perseguimento delle finalità civiche, solidaristiche o di utilità sociale; c) l'adempimento degli obblighi derivanti dall'iscrizione al Registro unico nazionale del Terzo settore; d) il diritto di avvalersi dei benefici anche fiscali e del 5 per mille derivanti dall'iscrizione nel Registro unico nazionale del Terzo settore; e) il corretto impiego delle risorse pubbliche, finanziarie e strumentali, ad essi attribuite". Tali controlli, a seconda dei casi, sono esercitati dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali e dall'ufficio del RUNTS territorialmente competente (salvo

Difatti, nonostante la tipologia di enti che popola il Terzo settore sia molto variegata, i soggetti con elevata patrimonializzazione possono quantificarsi in alcune centinaia, a fronte delle decine di migliaia di piccole entità in forma giuridica diversa, che si presentano generalmente non patrimonializzate, o comunque fragili dal punto di vista finanziario, come dimostrano i dati ISTAT<sup>10</sup>.

Ciò nonostante, come evidenziato da studi di settore realizzati dagli stessi istituti di credito, gli investimenti nel Terzo settore appaiono in forte crescita, con la conseguenza che almeno parte delle risorse necessarie a finanziarli dovranno necessariamente essere reperite all'esterno delle organizzazioni che realizzeranno i suddetti investimenti<sup>11</sup>.

Tuttavia – ed è questo il problema principale che il presente contributo intende rilevare – da un punto di vista prettamente finanziario, le evidenziate carenze gestionali implicano una debolezza strutturale, che si estrinseca generalmente – salvo alcune eccezioni, seppure di entità rilevante – in una bassa capitalizzazione, assenza delle garanzie richieste tradizionalmente dagli istituti di credito e conseguente difficoltà di accesso al credito<sup>12</sup>.

Più nel dettaglio, per quanto qui rileva, è utile aderire alla distinzione tra ETS che esercitano l'attività di interesse generale mediante lo svolgimento di un'attività produttiva di beni e/o servizi, che può essere posta in essere verso corrispettivo dello Stato, di enti o di privati (e.g., settore sanitario e/o assistenziale) ed ETS che svolgono un'attività di interesse generale senza possibilità di significativi corrispettivi (e.g., sostegno alle categorie fragili, produzione di servizi culturali, attività nel settore ambientale)<sup>13</sup>.

---

ulteriori attività di controllo specifico per la tipologia di ETS o per il settore in cui opera). Per una più compiuta trattazione in materia di controlli si rimanda, per tutti, a: M. POZZOLI, M. POSTALIN, *Attività di vigilanza e controllo sugli ETS*, in G. SEPIO (a cura di), *Terzo settore. Manuale 2023*, Milano, 2023, 267 e ss.

<sup>10</sup> Cfr. ISTAT, *Struttura e profili del settore non profit*, periodo di riferimento: anno 2020, 14 ottobre 2022, consultabile a: <https://www.istat.it/it/archivio/275918>.

<sup>11</sup> Cfr. UBI BANCA, *Osservatorio UBI Banca sulla finanza e sul terzo settore, Nona Edizione, Indagine sui fabbisogni finanziari della cooperazione sociale in Italia e Indagine sui fabbisogni finanziari delle fondazioni in Italia*, 2020, consultabile a: [https://www.ubibanca.com/1407134889094/Osservatorio%20UBI%20Banca%20IX%20ed\\_Executive%20Summary\\_DEF.pdf?blobheadername1=Content-Disposition&blobheadervalue1=inline;%20filename=Osservatorio%20UBI%20Banca%20IX%20ed\\_Executive%20Summary\\_DEF.pdf](https://www.ubibanca.com/1407134889094/Osservatorio%20UBI%20Banca%20IX%20ed_Executive%20Summary_DEF.pdf?blobheadername1=Content-Disposition&blobheadervalue1=inline;%20filename=Osservatorio%20UBI%20Banca%20IX%20ed_Executive%20Summary_DEF.pdf).

<sup>12</sup> Cfr. UBI BANCA, cit., 17.

<sup>13</sup> Si veda la ricostruzione opportunamente svolta in argomento da M. PROPERSI, cit., 7.

Tipicamente, infatti, mentre le imprese e lo Stato tendono a sostenersi mediante una singola fonte di entrate (il corrispettivo per la cessione di beni e servizi e/o l'imposizione fiscale), gli ETS, in mancanza della capacità di generare entrate paragonabile alle organizzazioni a scopo di lucro, ricorrono a una pluralità di fonti di finanziamento<sup>14</sup>.

Le entrate di natura patrimoniale degli ETS, infatti, derivano principalmente da fondi pubblici o dalle donazioni private<sup>15</sup>, nonché da contributi in natura (tipicamente beni di proprietà e il lavoro volontario). Ovviamente, non sono assenti ricavi comparabili a quelli delle imprese, nelle forme di corrispettivi per l'attività prestata e rendimenti da investimenti.

Ciò premesso, quanto all'origine delle fonti di finanziamento degli ETS, occorre ora rilevare come le stesse possano essere ricondotte a due tipologie principali: fonti pubbliche o private. Secondo l'ISTAT, circa il 71% dei finanziamenti degli enti *non profit* è rappresentato da finanziamenti privati, a fronte del 29% di finanziamenti pubblici<sup>16</sup>.

Al fine di favorire il reperimento di risorse finanziarie da parte degli ETS, da tempo sono state ipotizzate forme di finanziamento alternative rispetto ai consueti canali (*e.g.*, fondo mutualistico, intervento in capitale di rischio, erogazione mutui agevolati, contributi a fondo perduto, convenzioni con strutture finanziarie finalizzate alla moltiplicazione di risorse, microcredito, ecc.), molte delle quali si carat-

---

L'Autore, infatti, afferma che *“L'attività diretta degli enti pubblici in campo sociale, assistenziale, sanitario, di istruzione, culturale, ambientale, di ricerca, sportivo, ecc. ha dimostrato di essere spesso inefficiente, intempestiva, lenta, burocratica, anche se essa presenta il vantaggio di poter essere svolta seguendo una programmazione unitaria e razionale degli interventi possibili con le risorse disponibili, evitando la frammentazione e la dispersione, che gestioni divise e non coordinate (anche del mondo non profit) possono comportare?”*.

<sup>14</sup> Cfr. E. DI PASSIO, M. GARONE, I. IOANNONE, J. PETTINACCI, G. SEPIO, *Patrimonio e fundraising*, in G. SEPIO (a cura di), *Terzo settore. Manuale 2023*, Milano, 2023, 37 e ss.; A. PERRONE, *Il finanziamento degli enti del Terzo settore*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 3, 2020, 709 e ss.

<sup>15</sup> In particolare, si intende, in questo contesto, fare esemplificativamente riferimento a: donazioni di persone fisiche e imprese, raccolte fondi tra il pubblico, contributi a fondo perduto da parte di fondazioni erogatrici.

<sup>16</sup> Cfr. ISTAT, cit., 1 e ISTAT, *Censimento istituzioni non profit*, periodo di riferimento: anno 2015, data di pubblicazione: 18 aprile 2019, consultabile a: <https://www.istat.it/it/archivio/229719>, 2019. Con riferimento a quest'ultima rilevazione statistica si segnala che, in data 22 novembre 2022, si è conclusa l'ultima rilevazione campionaria del Censimento permanente delle istituzioni non profit operato dall'ISTAT e si attende la pubblicazione del report aggiornato.

terizzano per essere investimenti a impatto sociale. In tale ambito, il CTS disciplina una serie di strumenti volti a sostenere le necessità finanziarie degli ETS e, tra questi, contempla tre principali misure: (i) titoli di solidarietà, con cui le banche possono emettere obbligazioni ed altri titoli di debito, nonché certificati di deposito con l'obiettivo di sostenere le attività istituzionali degli ETS<sup>17</sup>; (ii) *social lending*, al fine di favorire la raccolta di capitale di rischio assoggettando, per il tramite di una ritenuta a titolo d'imposta, la remunerazione del capitale al medesimo trattamento fiscale riservato ai titoli di Stato<sup>18</sup>; e (iii) *fundraising*, quale “*complesso delle attività e iniziative poste in essere da un ente del Terzo settore al fine di finanziare le proprie attività di interesse generale, anche attraverso la richiesta a terzi di lasciti, donazioni e contributi di natura non corrispettiva*”<sup>19</sup>.

Ancora, il CTS dedica una serie di previsioni (*i.e.*, Capo IV, articoli da 72 a 76) alla disciplina delle misure di sostegno finanziario pubblico a favore degli ETS.

Non rilevando ai fini della presente analisi le tipologie e le modalità di finanziamento diversi rispetto a quelli indicati dal CTS, alla ricostruzione sin qui operata è opportuno aggiungere, per maggior completezza:

- i. il credito tradizionale, inteso quale insieme degli strumenti tipicamente utilizzati dalle piccole e medie imprese, quali conti correnti, fidi, prestiti, che non possiedono caratteristiche specifiche tali da essere dedicati esclusivamente agli ETS;
- ii. il crowdfunding, distinguibile in differenti categorie, con di-

<sup>17</sup> I titoli di solidarietà sono previsti dall'art. 77 del d.lgs. 3 luglio 2017 n. 117. Da un punto di vista prettamente tecnico, i titoli di solidarietà sono rappresentati da: (i) obbligazioni o titoli di debito simili, non convertibili e non scambiabili (cioè non oggetto di offerta pubblica di scambio) che non conferiscono il diritto di sottoscrivere o acquistare altri tipi di strumenti finanziari e che non sono collegati ad uno strumento derivato; nonché (ii) certificati di deposito consistenti in titoli individuali non negoziati nel mercato monetario. Non essendo questa la sede opportuna per approfondirne il funzionamento e la struttura si rimanda, per tutti, a: E. BANI, *I titoli di solidarietà e le altre forme di finanza sociale nel Codice del Terzo settore*, in M. GORGONI (a cura di), *Il Codice del Terzo settore*, Pisa, 2018. Inoltre, basti in questa sede accennarsi al fatto che agli istituti bancari che emettono titoli di solidarietà è imposto di vincolare i fondi raccolti attraverso tali titoli a finalità strettamente correlate alla promozione della solidarietà, compreso il finanziamento di organizzazioni degli enti del terzo settore. *Cfr.* M. RENNA, *Strumenti finanziari e terzo settore*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2, 2018, 289 e ss.

<sup>18</sup> *Cfr.* art. 78 del Codice Unico del Terzo Settore.

<sup>19</sup> *Cfr.* art. 7 del Codice Unico del Terzo Settore. Sul punto si veda l'approfondimento svolto da: E. DI PASSIO, M. GARONE, I. IOANNONE, J. PETTINACCI, G. SEPIO, *cit.*, 39.

verse modalità applicative (e.g., crowdfunding donation based; equity crowdfunding);

iii. i bond, classificabili in tre tipologie:

- social bond: titoli obbligazionari che si differenziano rispetto alle obbligazioni tradizionali in quanto i proventi sono destinati specificatamente al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura sociale;

- *green bond*: titoli obbligazionari che permettono di finanziare progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale; e

- *mini (green) bond*: titoli di debito (obbligazioni, ma anche cambiali finanziarie) emessi da società quotate e non d'importo massimo fino a 500 milioni di Euro<sup>20</sup>;

iv. le *Initial Coin Offering (ICO)*; la compatibilità di questa innovativa tecnica di finanziamento con gli ETS dovrà essere approfondita a valle dell'entrata in vigore, prevista per 30 giugno 2024, del Regolamento del parlamento europeo e del consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n.1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937 adottato in via definitiva dal Consiglio UE in data 16 maggio 2023 (“Regolamento MiCA”) con la quale si è, appunto, regolata tale forma di finanziamento. Infatti, con riferimento ai cosiddetti *utility token*, ai sensi dell'articolo 4 (*Offerte al pubblico di cripto-attività diverse dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica*) n. 1, lett. a) del Regolamento MiCA è richiesto che l'offerta sia presentata da una “*persona giuridica*”. All'apparenza, dunque, e rinviando per una più approfondita trattazione del problema ad altra sede, sembrerebbe che tale tipologia di finanziamento sarà riservata ai soli ETS dotati di personalità giuridica con un'importante riduzione della platea degli enti che potranno accedere alle ICO<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> Cfr. M. BAGGIO; V. MANARA; L. SACCONI, *L'impatto della finanza a impatto sociale: uno studio sulla relazione tra strumenti finanziari, forme di governance e motivazioni*, Colloquio Scientifico sull'Impresa Sociale, 1, 2019.

<sup>21</sup> Per approfondire il tema ICO si vedano, *inter alios*: C. SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, 2022; M. PALAZZO, *Blockchain e cripto-attività*, in AA.VV., *Il diritto nell'era digitale. Persona, Mercato, Amministrazione, Giustizia*, in R. GIORDANO, A. PANZAROLA, A. POLICE, S. PREZIOSI, M. PROTO (a cura di), Milano, 2022, 211 e ss.; E.M. INCUTTI, «*Initial Coin Offering*» ed il mercato delle cripto-attività: l'ambiguità degli «*utility token*», in *Rivista di diritto privato*, 2022, 1, 71 e ss.; F. ANNUZIATA, *Parlate, se potete! Che cosa siete? Una proposta per la qualificazione di token e Initial Coin Offerings (ICOs)*, in G. FALCE (a cura di), *Financial*

Alla luce delle considerazioni sin qui svolte, appare evidente come il rapporto tra ETS e capitale circolante sia una delle variabili critiche – se non la principale – rispetto allo sviluppo di questo settore. Il problema è in parte riconducibile, ad avviso di chi scrive, a fattori di tipo culturale dettati dalla scarsa predisposizione degli operatori del Terzo settore a rivolgere la propria attività ad un ritorno di tipo economico e finanziario. Al contempo, un ulteriore ostacolo – di carattere tecnico – allo sviluppo del settore è determinato dalle già delineate caratteristiche strutturali degli ETS<sup>22</sup>.

In ragione di questi fattori, l'ente *non profit* spesso soffre di una forte vulnerabilità<sup>23</sup>. La dipendenza dai fondi pubblici, l'aleatorietà dell'esito delle raccolte fondi, la necessità di investimenti significativi prima di raccogliere i frutti di nuove attività commerciali a supporto di quelle istituzionali, lo scarso potere contrattuale nei confronti tanto della pubblica amministrazione quanto dei clienti privati (con conseguente allungamento dei tempi di pagamento), sono tutti fattori che contribuiscono ad accrescere il fabbisogno di liquidità dell'impresa *non profit* e conducono spesso ad uno sfasamento anche rilevante dei flussi finanziari.

In aggiunta, si noti che le stesse organizzazioni del Terzo settore generalmente lamentano svariate criticità riguardo ai rapporti con il sistema bancario tradizionale, quali, *inter alia*, razionamento del

---

*Innovation tra disintermediazione e mercato*, Torino, 2021, 91 e ss.; S. BRUNO, *La raccolta del risparmio mediante emissione di cripto-attività: le Initial Coin Offering*, in G. CASSANO, F. DI CIOMMO, M. RUBINO, M. DE RITIS (a cura di), *Banche, Intermediari e Fintech: i nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, Milano, 2021, 271 e ss.; V. IAIA, *Luci e ombre giuridico-tecniche delle Initial Token Offering tra tutela del risparmio e innovazione finanziaria*, in A. NUZZO (a cura di), *Fintech, smart technologies e governance dei mercati*, Milano, 2021, 491 e ss.; G. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 1, 2020, 13 e ss.; C. SANDEI, *Initial Coin Offering e appello al pubblico risparmio*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, cit., 277 e ss.; U. PIATTELLI, *La regolamentazione del Fintech: Dai nuovi sistemi di pagamento all'intelligenza artificiale. Aggiornato al D.L. 17 marzo 2023 c.d. "Decreto Fintech"*, Torino, 2023, 303 e ss.

<sup>22</sup> Come già evidenziato, infatti, il settore si caratterizza per la prevalenza (quantomeno quantitativa) di enti di piccole dimensioni, con patrimoni esigui se non nulli, e svolge attività raramente profittevoli, né può distribuire utili ai soci, tutti elementi che allontanerebbero potenziali finanziatori da una qualunque impresa.

<sup>23</sup> *Cfr.*, *ex multis*, M. PROPERSI, cit., 4. L'Autore evidenzia come, tra i fattori di rischio propri degli enti del terzo settore in letteratura, siano stati segnalati: la debolezza finanziaria; l'inesperienza (dovuta alla recente costituzione dell'ente oppure legata alla mancanza di precedenti finanziamenti); la dipendenza da finanziamenti pubblici; l'inadeguatezza dei sistemi organizzativi e di controllo.

credito, onere elevato dei finanziamenti ottenuti, indisponibilità o insufficienza di garanzie da offrire ai finanziatori<sup>24</sup>. Tali elementi critici risultano anche accentuati per motivi strettamente legati alla peculiarità delle organizzazioni *non profit* e riconducibili essenzialmente all'adozione da parte dei finanziatori di metodologie e criteri di istruttoria non sempre adeguati o funzionali a consentire l'accesso al credito degli ETS<sup>25</sup>.

Pur in presenza di un considerevole volume di rapporti tra istituti di credito ed ETS – certamente in crescita come dimostrano i dati ISTAT<sup>26</sup> – un'ulteriore criticità è rinvenibile nella forte concentrazione dei finanziamenti a favore di poche organizzazioni, che beneficino quindi di gran parte delle sovvenzioni<sup>27</sup>.

Per quanto non costituisca oggetto del presente contributo, per completezza, occorre da ultimo segnalare che, nel settore del credito, si sono strutturati istituti di credito capaci di porre al centro del proprio agire i principi della cosiddetta “finanza etica”<sup>28</sup> e sviluppare

<sup>24</sup> Cfr. UBI BANCA, cit., 18.

<sup>25</sup> Cfr. C. SCHENA, *L'analisi dell'offerta di prodotti e servizi finanziari al terzo settore*, in CRC, *La finanza specializzata per il Terzo Settore in Italia*, Rapporto di ricerca a cura del Centro di Ricerca sulla Cooperazione, Università Cattolica del Sacro Cuore, 2004, 69 e ss., consultabile a: <http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/La-f/La-finanza-specializzata-per-il-terz.pdf>.

<sup>26</sup> Cfr. ISTAT, cit., 2022, 8.

<sup>27</sup> Cfr. ISTAT, cit., 2022, 9.

<sup>28</sup> La finanza etica è un tipo di finanza alternativa che lega gli investimenti a uno scopo etico o morale. A differenza della finanza tradizionale in cui si considerano esclusivamente il rischio e il rendimento finanziario, nella finanza etica, invece, si considera prima di tutto la finalità dell'investimento, ossia l'impatto che lo stesso ha sulla società. Per approfondimenti sul tema si veda, *inter alios*, F. GANGI, *La finanza etica durante le crisi finanziarie del nuovo millennio. Modelli teorici ed evidenze empiriche*, Napoli, 2013. Peraltro, sul tema, si veda il Decreto n. 209 del 4 ottobre 2022 del Ministero dell'Economia e delle Finanze che riporta il Regolamento recante l'attuazione dell'articolo 111-*bis* del d.lgs. n. 385/1993 (TUB), come modificato dalla legge 11 dicembre 2016, n. 232, sulla disciplina degli operatori bancari di finanza etica e sostenibile. In particolare, il Regolamento individua i requisiti degli operatori bancari per essere qualificati come operatori bancari di finanza etica e sostenibile, per poter usufruire dell'agevolazione prevista dall'art. 111-*bis* del TUB e le procedure per poter procedere con la richiesta e il riconoscimento dell'agevolazione fiscale. Sono qualificati “operatori bancari di finanza etica e sostenibile” le banche che operano secondo i principi previsti dal comma 1 dell'art. 111-*bis* del TUB, rispettando, *inter alia*, i seguenti requisiti attuativi: (i) ammettono finanziamenti a persone giuridiche solo successivamente alla positiva verifica dell'impatto socio-ambientale del finanziamento e dei soggetti finanziati seguendo standard di rating etico internazionalmente riconosciuti e stabiliti; (ii) rendono pubblici i finanziamenti alle persone giuridiche e i criteri utilizzati per il loro riconoscimento; ed (iii) erogano almeno il 20%

strategie di investimento informate ai fattori “*Environmental, Social and Governance*” (ESG) mediante, *inter alia*, il cosiddetto “*impact investing*”<sup>29</sup>. Sebbene queste tendenze abbiano il fine di sopperire alle necessità finanziarie evidenziate dagli ETS, offrire strumenti che rispecchino le peculiarità del Terzo settore, e dimostrino un discreto sviluppo nel mercato del credito italiano, allo stato attuale, il sistema finanziario non appare in grado di convogliare in misura decisiva risorse verso il Terzo settore e di definire modalità idonee a soddisfare le esigenze finanziarie e la valutazione dell’affidabilità delle organizzazioni *non profit*<sup>30</sup>.

### 3. L’applicabilità delle tecniche di *project financing* agli ETS

In questo contesto caratterizzato dalla presenza da una pluralità di fonti di finanziamento e che tuttavia non facilita l’accesso al credito degli ETS, si intende ora cercare di dimostrare come la finanza di progetto possa fungere da strumento capace di superare gran parte delle difficoltà riscontrate dagli ETS nel reperire le risorse necessarie allo svolgimento delle proprie attività istituzionali attraverso i canali di credito tradizionali.

Appare opportuno sin d’ora precisare che, nel presente lavoro, non si intende far riferimento alla definizione e alla struttura operativa della “finanza di progetto” di cui agli artt. 193 e ss. del d.lgs. n. 36/2023 (il nuovo, “Codice dei contratti pubblici”). Infatti, in questo contesto, si vuole prendere in considerazione quella tipologia di *project financing* che esula dall’instaurazione di una delle forme di partenariato pubblico-privato previsti dal nostro ordinamento riferendosi, dunque, ad una struttura “privatistica” dell’operazione di finanziamento mediante *project financing* che possa essere implemen-

---

dei finanziamenti ai soggetti iscritti nel Registro unico nazionale del terzo settore e alle imprese sociali.

<sup>29</sup> Si tratta di una forma di investimento in imprese, organizzazioni e fondi che operano con l’obiettivo di generare un impatto sociale e ambientale positivo, che sia misurabile e compatibile con un rendimento economico. Per approfondimenti sul tema *cfr.*, *inter alios*, A. MAZZULLO, *Diritto dell’imprenditoria sociale: dall’impresa sociale all’impact investing*, Torino, 2019.

<sup>30</sup> *Cfr.* C. SCHENA, *cit.*, 69. A cui devono aggiungersi le considerazioni di Francesco Gentili dell’ufficio studi del Forum Terzo Settore, consultabile a: <https://www.vita.it/it/article/2023/01/05/impact-investing-la-finanza-abbia-il-coraggio-di-scommettere-sul-terzo/165342/>.

tata prescindendo dall'applicazione degli schemi di strutturazione dell'operazione di finanziamento di cui al nuovo Codice dei contratti pubblici<sup>31</sup>.

La finanza di progetto<sup>32</sup> o, secondo l'accezione anglosassone, il

<sup>31</sup> Infatti, anche qualora si instauri una delle forme di “rapporto collaborativo” tra ETS e pubblica amministrazione previsto dal CTS, questi prescindono dall'instaurazione del partenariato pubblico-privato proprio della figura negoziale di *project financing* previsto dal nuovo Codice dei contratti pubblici. E pur tuttavia, l'art. 6 del nuovo Codice dei contratti pubblici statuisce che: “*In attuazione dei principi di solidarietà sociale e di sussidiarietà orizzontale, la pubblica amministrazione può apprestare, in relazione ad attività a spiccata valenza sociale, modelli organizzativi di amministrazione condivisa, privi di rapporti sinallagmatici, fondati sulla condivisione della funzione amministrativa con gli enti del Terzo settore di cui al codice del Terzo settore di cui al decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 117, sempre che gli stessi contribuiscano al perseguimento delle finalità sociali in condizioni di pari trattamento, in modo effettivo e trasparente e in base al principio del risultato. Non rientrano nel campo di applicazione del presente codice gli istituti disciplinati dal Titolo VII del codice del Terzo settore, di cui al decreto legislativo n. 117 del 2017*”. La norma, in attuazione degli artt. 2 e 118, comma 4, della Costituzione, sembra porre le premesse – ove ne ricorrano i presupposti – per una convenzione tra pubblica amministrazione ed enti del terzo settore con conseguente potenziale ricorso alle tecniche di finanziamento del *project financing* di cui agli artt. 193 e ss. del d.lgs. n. 36/2023. Per una completa trattazione delle novità apportate dal nuovo Codice dei contratti pubblici, tra cui quelle relative alla finanza di progetto, si segnalano, *ex multis*: L. R. PERFETTI, *Sul nuovo Codice dei contratti pubblici. In principio*, in *Urbanistica e appalti*, 2023, 5 e ss.; F. CARINGELLA, *Il nuovo Codice dei contratti pubblici: riforma o rivoluzione?*, in *Giustizia Amministrativa*, 2023; R. GAROFOLI, G. FERRARI, *Manuale di diritto amministrativo. Parte generale e speciale*, Bari, 2023; A. BUONANNO, P. COSMAI, *La riforma del codice degli appalti Guida teorico-pratica al D.Lgs. n. 36/2023 per professionisti, operatori e stazioni appaltanti*, Milano, 2023; M. A. SANDULLI, *Procedure di affidamento e tutele giurisdizionali: il contenzioso sui contratti pubblici nel nuovo Codice*, in *Federalismi.it*, 8, 2023; I. TURTIURO, *Tra “vecchio” e “nuovo” codice dei contratti pubblici: analisi dei principali istituti pro-concorrenziali e dei limiti alla libera concorrenza nel rispetto delle pari opportunità di genere e generazionali negli appalti PNRR*, in *il Diritto Amministrativo*, 2023. Con specifico riferimento alle convenzioni tra enti del terzo settore e pubbliche amministrazioni si veda, *inter alios*: A. ALBANESE, *Le convenzioni fra enti pubblici, organizzazioni di volontariato e comitati pubblici*, in *Diritto pubblico*, 1, 2022, 172 e ss.

<sup>32</sup> Per una compiuta trattazione sul *project financing* v.: S. GATTI, *Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects*, London, 2023; D. SICLARI, *Opere pubbliche e “project financing”: tra standardizzazione e tipizzazione contrattuale*, in *Contratto e Impresa*, 2, 2020, 591 e ss.; D. SICLARI, *Il project financing nel Codice dei contratti pubblici*, Torino, 2019; A. MERNA, Y. CHU, F. F. AL-THANI, *Project Finance in Construction*, Hoboken, 2010; M. ABBATEMARCO, F. RE CECCONI, *Il Project Financing nelle opere pubbliche*, 2009; E. R. YESCOMBE, *Public-private partnerships: principles of policy and finance*, Oxford, 2007; L. DAL PRATO, *La finanza di progetto: contorni e profili*, Torino, 2006; A. CAMARDA, *Pubblica Amministrazione e “project financing”*, in *Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, 2006, 235 e ss.; A. COLETTA, *Project financing nell'esperienza italiana*, in *Appalti, urbanistica, edilizia*, 5, 1999, 261 e ss.; A. TULLIO, *La finanza di progetto: profili civilistici*,

“*project financing*” è tradizionalmente definita come un’operazione di finanziamento di una particolare unità economica, nella quale il finanziatore fa affidamento, a partire dallo stadio iniziale, sul flusso di cassa e sugli utili dell’unità economica stessa, dalla cui attività deriveranno quei fondi che consentiranno il rimborso del prestito.

Una operazione di *project financing* comporta il coinvolgimento di una pluralità di soggetti, ciascuno dei quali ricopre uno specifico ruolo (sebbene sia possibile che soggetto svolga più ruoli)<sup>33</sup>.

Tipicamente, ad un’operazione prendono parte: (i) i promotori, i quali sviluppano l’idea dell’investimento nei suoi elementi, *inter alia*, tecnologici, commerciali, finanziari, fiscali, legali, analizzandone la fattibilità e costituendo la società nella quale l’investimento stesso troverà manifestazione contabile; (ii) il committente dei contratti di esecuzione dei lavori richiesti per la realizzazione del progetto che, in genere, corrisponde all’ente economicamente e giuridicamente responsabile della gestione del progetto; (iii) gli appaltatori, che eseguono i lavori per la realizzazione dell’opera e/o forniscono beni e servizi; e (iv) gli istituti di credito, che finanziano l’investimento.

In considerazione delle richiamate peculiarità della finanza di progetto, nel proporre l’applicazione dello stesso agli ETS, si è consapevoli che si dovrà seguire un approccio “atipico” rispetto all’utilizzazione delle tecniche proprie del *project financing*<sup>34</sup>.

Infatti, se nel *project financing* “classico” si instaura un rapporto tra diversi soggetti (stazione appaltante, promotori, finanziatori, società di progetto, investitori, realizzatori e gestori), nel caso di specie si fa riferimento unicamente al rapporto che si instaurerebbe tra società di progetto in sé ed enti finanziatori (solo eventualmente, la contro-

---

Milano, 2003; A. M. ALBERTI, *Il coinvolgimento dei privati negli investimenti pubblici attraverso il project financing*, in *Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, Firenze, 1997.

<sup>33</sup> Si vedano, *inter alios*, sul punto: G. ALPA, *La libertà di scelta del “tipo” contrattuale nella prassi di common law*, Note in margine a un dibattito, in *Contratto e Impresa*, 2, 2018, 603 e ss.; L. BALESTRA, *Le regole applicabili alla formazione del contratto internazionale di appalto: standard internazionali e discipline nazionali*, in *Corriere giuridico*, 5, 2016, 634 e ss.; G. GITTI, *La “tenuta” del tipo contrattuale e il giudizio di compatibilità*, in *Rivista di diritto civile*, 5, 2008, 491 e ss.; M. COSTANZA, *Il contratto atipico*, Milano, 1981; G. IUDICA, *Globalizzazione e diritto*, in *Contratto e Impresa*, 4/5, 2008, 867 e ss.

<sup>34</sup> Anche in questo caso, come si è detto in precedenza, si intende far riferimento a quei moduli contrattuali della finanza di progetto che prescindono dalla figura negoziale di cui al nuovo Codice dei contratti pubblici e, dunque, possono essere implementati anche al di là degli schemi che richiedono necessariamente la presenza della pubblica amministrazione.

parte pubblica).

In via preliminare, è opportuno segnalare che il *project financing* potrebbe applicarsi esclusivamente agli ETS la cui attività è suscettibile di articolarsi in diversi progetti, ciascuno dei quali finanziabile in sé, nella misura in cui sia capace di generare un reddito.

Infatti, i principi del *project financing* sono validi a prescindere dalle dimensioni del progetto: qualsiasi investimento che consente di conseguire ricavi dalla gestione si presta teoricamente all'approccio del *project financing*. Tuttavia, è proprio in questa prospettiva che risulta quanto mai fondamentale l'esistenza di contratti commerciali (la quale, come noto, di per sé non contrasta con la natura *non profit* degli ETS). Tali contratti andrebbero sottoscritti parallelamente al contratto di finanziamento, in modo tale da garantire ai finanziatori i flussi di cassa necessari ad alimentare il progetto e a ripagare l'indebitamento. Gli ETS che svolgono attività con modalità assimilabili a quelle delle imprese non dovrebbero avere infatti difficoltà nell'individuare i suddetti contratti commerciali e le relative controparti contrattuali. Ciò nonostante, non si ignora che la tipologia di finanziamento proposta – per le sue intrinseche caratteristiche – potrebbe incontrare dei limiti in tutte le ipotesi in cui l'attività di interesse generale (o strumentale a sostegno di quest'ultima) posta in essere dagli ETS abbia carattere propriamente e prettamente assistenziale. In tutti questi ultimi casi, potrebbe essere più complesso immaginare il ricorso a finanziamenti in *project financing*, nonostante tali attività siano ugualmente suscettibili di generare dei flussi di cassa specie ove vi siano forme di collaborazione tra gli enti pubblici ed enti *non profit* capaci di garantire stabilità ai predetti flussi di cassa<sup>35</sup> e, conseguentemente, facilitare a tali enti

---

<sup>35</sup> Si tenga, tuttavia, in considerazione che i rapporti collaborativi tra pubblica amministrazione ed enti del terzo settore cui si fa riferimento (*i.e.*; artt. 55 e 56 CTS) ammettono unicamente la copertura dei costi diretti e indiretti (ove concernano i progetti e/o servizi interessati) e non di corrispettivi per l'attività prestata. Conseguentemente, risulta difficile immaginare flussi di cassa rilevanti, per quanto, in ogni caso, anche solo il rimborso dei costi (diretti e indiretti) potrebbe assicurare, nei finanziamenti di importi più ridotti, un *cash flow* sufficiente per strutturare l'operazione (dovendosi, tuttavia, rimandare ad un approccio *case-by-case* nel giudicarne la bancabilità). *Cfr.*, con riferimento al tema della copertura dei costi e al concetto della "gratuità" dei servizi oggetto dell'affidamento ad enti del terzo settore nell'ambito dei rapporti collaborativi, le recenti sentenze del Consiglio di Stato n. 5217 del 2023 e n. 5218 del 2023 in cui i giudici hanno proposto un orientamento innovativo rispetto a quanto statuito in Consiglio di Stato, parere n. 2052 del 26 luglio 2018 (*i.e.*; concezione rigida e assolutistica di "gratuità").

l'accesso al credito con le modalità tipiche del *project financing*<sup>36</sup>. Al di là delle predette limitazioni di carattere pratico, con riferimento alla verifica della bancabilità del progetto, anche per gli ETS risulta comunque fondamentale la predisposizione di un piano economico-finanziario (PEF) del progetto che si intende finanziare. Questo documento rappresenta un elemento fondamentale per analizzare – nella parte descrittiva e in quella numerica – la fattibilità e la contestualizzazione del progetto, il settore in cui è inserito, le strategie di mercato e aziendali in corso di gestione, nonché le prospettive di redditività e i flussi di cassa potenzialmente generabili dal progetto stesso.

Nonostante le difficoltà derivanti dall'assenza di strutture competenti all'interno degli ETS per l'implementazione delle operazioni di *project financing* (che si traduce in elevati costi legali, tecnici e finanziari non compatibili con le richiamate dimensioni medio-piccole di tali operatori) e i ridotti importi della pluralità dei finanziamenti, gli stessi istituti di credito hanno registrato la necessità di concedere finanziamenti secondo logiche nuove, di carattere solidaristico e morale, verso impieghi in attività tipiche delle organizzazioni del terzo settore<sup>37</sup>.

Peraltro, il *project financing* avrebbe il merito di superare le criticità rilevate dal sistema bancario nell'individuare opportune metodologie di valutazione del rischio di credito, reperire garanzie idonee a tutelare le ragioni di credito degli istituti finanziatori, ottenere una giusta

---

<sup>36</sup> Cfr., a riguardo, L. GILLI, *Il Codice del Terzo Settore ed i rapporti collaborativi con la p.a.*, in *Urbanistica e appalti*, 1, 2018, 2 e ss. Peraltro, come si è detto, rapporti collaborativi tra pubblica amministrazione ed enti del terzo settore sono previsti, ad oggi, nell'art. 6 del d.lgs. n. 36/2023. Si aggiunga che predetta accoglie le sollecitazioni della Corte Costituzionale contenute nella sentenza n. 131 del 2020 con la quale la Corte stessa ha ribadito che attraverso il principio di sussidiarietà orizzontale, il legislatore costituzionale ha inteso “superare l'idea che solo l'azione del sistema pubblico sia intrinsecamente idonea per svolgere attività di interesse generale e riconosce che tali attività possono essere perseguite anche attraverso un'autonoma iniziativa dei cittadini?”. La sentenza mette in luce il fatto che il legislatore attribuisce una priorità al Codice Unico del Terzo Settore nel suo rapporto con il Codice dei contratti pubblici. Nei rapporti con gli enti del terzo settore, i concetti prioritari includono la co-progettazione e l'accreditamento, e nel caso in cui venga applicato il Codice dei contratti pubblici, la pubblica amministrazione è tenuta a motivare le sue decisioni. Nella motivazione della sentenza, si precisa che l'articolo 55 del Codice Unico del Terzo Settore formalizza il principio di sussidiarietà orizzontale, dando così attuazione a quanto previsto dall'articolo 118, comma 4, Cost. Cfr. Corte Cost., 26 giugno 2020, n. 131, in *cortecostituzionale.it*; A. GUALDANI, *Il rapporto tra le P.A. e gli enti del Terzo settore*, in *Federalismi.it*, 2021, 113 e ss.

<sup>37</sup> Cfr. UBI BANCA, cit., 23.

remunerazione a fronte dell'erogazione dei finanziamenti.

In particolare, le valutazioni del merito creditizio nelle operazioni di *project financing* si basano, esclusivamente o quasi, sulla validità economico-finanziaria del progetto che si intende finanziare così come le relative garanzie rilasciate dall'ente finanziato ineriscono unicamente al progetto e ai beni funzionali allo stesso.

Come è facile intuire, peraltro, nell'ipotesi in cui a fare ricorso a tale tipologia di finanziamenti sia un ETS, le già menzionate carenze organizzativo-funzionali avrebbero l'effetto di far venire meno i pre-requisiti necessariamente presenti nelle operazioni di *project financing* (i.e., l'esistenza nel progetto di una tecnologia consolidata, nonché il ricorso a più specializzazioni, ivi incluse quella tecnica o ingegneristica, quella legale, fiscale, societaria, e iniziative economiche di importo elevato).

Tuttavia, anche in questi casi, le criticità potranno essere superate mediante l'adozione, da parte degli istituti di credito "tradizionali", di logiche di *partnership* con gli ETS, che consentano a questi ultimi di acquisire rapidamente le competenze necessarie per la gestione del progetto e i rapporti con le banche, minimizzando i predetti rischi, pur sempre impliciti in tale tipologia di operazioni.

Non da ultimo, il *project financing* appare una modalità di reperimento del capitale di credito capace di ovviare all'eventuale carenza di capitalizzazione dell'ETS (limitando così l'impatto di un eventuale fallimento del progetto sul proprio bilancio), superando la comune difficoltà degli operatori a rilasciare le garanzie tipicamente richieste dagli istituti di credito<sup>38</sup>.

#### **4. Le esperienze comunicate al mercato: le particolarità del *project financing* applicato al Terzo settore**

Il mercato, negli ultimi anni, ha visto poche ma significative esperienze di *project financing* nel Terzo settore. In questo contesto, ap-

<sup>38</sup> In via del tutto incidentale, vale la pena evidenziare gli ulteriori possibili strumenti che la stessa letteratura scientifica ha individuato come rimedi capaci di eliminare o, per quanto possibile ridurre, i fattori di rischio segnalati, *inter alia*, (i) imporre specifiche previsioni contrattuali che permettano di interrompere l'erogazione in qualsiasi momento ovvero di assicurare che l'ente finanziato fornisca tutta una serie di informazioni durante la vita del finanziamento tali da assicurare il mantenimento di determinati standard; e (ii) assicurare a un'assistenza tecnica diretta o indiretta nella realizzazione del progetto finanziamento, nonché al fine di implementare procedure organizzative e gestorie capaci di assicurare il buon funzionamento dell'ente. Cfr. M. PROPERSI, cit., 20.

pare utile segnalare la prima operazione italiana di *project financing* a cosiddetto “impatto sociale”, realizzata in favore di una Onlus. In particolare, l’operazione prevedeva il finanziamento complessivo di circa 8 milioni di euro suddivisi in diverse linee, con la finalità di finanziare i lavori di ristrutturazione e riqualificazione di una struttura residenziale per anziani gestita dallo stesso ETS<sup>39</sup>.

La predetta operazione di finanziamento ha il pregio di connotarsi per diversi profili di innovazione, in particolare:

- i. l’applicazione della tecnica della finanza di progetto a un’iniziativa promossa da un ente *non profit*, che prevede il rimborso del finanziamento con i flussi di cassa generati dall’erogazione dei servizi assistenziali;
- ii. la possibilità di ridurre lo *spread* applicato dall’istituto di credito all’ente *non profit* al raggiungimento di obiettivi sociali predefiniti nel contratto stesso<sup>40</sup>;
- iii. il riconoscimento da parte dell’istituto di credito, contestualmente all’erogazione del finanziamento, di un importo a titolo di liberalità per sostenere i costi iniziali di un progetto connesso, nonché di un ulteriore importo su base annua a titolo di liberalità al raggiungimento degli obiettivi sociali stabiliti nel contratto.

Un’ulteriore, e più recente, operazione comunicata al mercato del credito si contraddistingue per la combinazione tra finanziamento in *project financing* e la gestione della raccolta di somme mediante la tecnica del *crowdfunding* in favore di un ente religioso per il restauro dei beni gestiti da quest’ultimo<sup>41</sup>.

<sup>39</sup> L’operazione prevedeva il finanziamento complessivo di circa 8 milioni di euro concesso da UBI Banca a Torino Sociale Cooperativa Sociale Onlus (TSC Onlus) per la riqualificazione della Residenza Sanitaria per gli Anziani “Istituto Buon Riposo” di Torino e il sostegno del “Progetto Alice” finalizzato, con il Comune di Torino e le ASLTo1 e ASLTo2, a potenziare l’assistenza agli anziani e a creare una rete di servizi a favore della comunità locale. Si veda il comunicato stampa dell’operazione consultabile a: [https://archivio.ubibanca.it/contenuti/file/CS\\_Project\\_Finance\\_Sociale\\_UBI\\_Banca-TSC\\_ita.pdf](https://archivio.ubibanca.it/contenuti/file/CS_Project_Finance_Sociale_UBI_Banca-TSC_ita.pdf).

<sup>40</sup> In particolare, il contratto di finanziamento prevedeva, quale *milestone* per la riduzione dello *spread* l’incremento e mantenimento nel tempo dei posti letto della struttura residenziale per anziani, nonché, l’erogazione di servizi assistenziali domiciliari. Si veda il comunicato stampa dell’operazione consultabile a: [https://archivio.ubibanca.it/contenuti/file/CS\\_Project\\_Finance\\_Sociale\\_UBI\\_Banca-TSC\\_ita.pdf](https://archivio.ubibanca.it/contenuti/file/CS_Project_Finance_Sociale_UBI_Banca-TSC_ita.pdf).

<sup>41</sup> Si tratta dell’operazione di finanziamento in *project financing* realizzata da Banco BPM con la quale è stato finanziato il restauro dei mosaici della Basilica di San Marco (Venezia) contribuendo alle risorse necessarie per riportarli al loro splendore originale a

Come evidente, nelle suddette operazioni gli aspetti finanziari sono stati affiancati da attività condotte al fine di assicurare agli enti del terzo settore finanziari importi a titolo di liberalità direttamente o mediante strutture o strumenti messi a disposizione dall'istituto di credito.

Quanto alle specifiche particolarità del contratto di *project financing* per un ente del terzo settore, si possono richiamare, senza alcuna pretesa di esaustività: (i) la limitazione delle ipotesi di risoluzione del contratto di finanziamento e restituzione dell'importo del finanziamento; (ii) la limitazione degli interessi e delle commissioni a banche e professionisti coinvolti; (iii) la riduzione delle garanzie richiesta all'ente del terzo settore beneficiario del finanziamento; (iv) la rimodulazione del modello finanziario che rappresenta il foglio di lavoro elettronico nel quale sono utilizzati presupposti, anche macroeconomici, concordati tra l'ETS e l'istituto di credito per la produzione delle proiezioni economico-finanziarie legate al progetto finanziato<sup>42</sup>.

Da ultimo, come si è cercato di evidenziare, la presenza di *partnership* pubblico-ETS potrebbe rappresentare un ulteriore strumento di garanzia della stabilità delle attività perseguite dall'ente del terzo settore e, conseguentemente, aumentare le possibilità di ricevere finanziamenti in *project financing*<sup>43</sup>.

## 5. Considerazioni conclusive e prospettive

Come evidente dalle considerazioni che precedono, allo stato attuale i finanziamenti degli ETS in *project financing* non sono una realtà consoli-

---

seguito dei danni provocati dall'inondazione del novembre 2019. Per una ricostruzione sintetica dell'operazione si veda: <https://www.bancobpm.it/magazine/terzo-settore/approfondimenti/project-financing-per-gli-enti-religiosi-una-nuova-finestra-di-opportunita/>.

<sup>42</sup> Per una ricognizione delle principali clausole dei contratti di *project financing* si rimanda, tra gli altri, a: U. DRAETTA, C. VACCÀ, *Il Project Financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, Milano, 1997; D. SCANO, *Project financing, società e impresa*, Milano, 2006.

<sup>43</sup> Sul punto, oltre il rimando alle note che precedono, per un'utile ricostruzione sull'importanza del partenariato pubblico-enti *non profit*, si segnala, *ex multis*, M. TIBERII, *Il ruolo degli enti no profit nell'attività pubblica di programmazione e co-progettazione*, in *Amministr@tivamente*, 4, 2019, 85 e ss. Con riferimento al collegamento tra il principio di sussidiarietà ed il partenariato cfr. A. DI GIOVANNI, *Il contratto di partenariato pubblico privato tra sussidiarietà e solidarietà*, Torino, 2012, 26, nel quale si evidenzia che il principio di sussidiarietà "esprime l'esigenza che le attività d'interesse generale e quindi pubbliche (anche se in senso solamente oggettivo) debbano essere preferenzialmente svolte dalle figure della società civile (persone fisiche e giuridiche sia come singoli che come gruppi) e non dai pubblici poteri".

data e diffusa.

Tuttavia, la sensibilità del mercato verso le tematiche della sostenibilità e l'attenzione che gli istituti di credito stanno – sempre maggiormente – riservando agli enti del terzo settore potrebbero concretamente contribuire allo sviluppo sul territorio di forme di imprenditoria sociale in grado di garantire innovazione sociale ossia risposte efficienti ai bisogni, anche emergenti in un contesto di crisi degli attuali sistemi economico e di *welfare*<sup>44</sup>.

In quest'ottica, una finanza dedicata agli enti del Terzo settore avrebbe l'effetto di ampliare le proprie attività e la propria diffusione in settori diversi da quelli in cui tradizionalmente operano, con benefici in termini di diversificazione dei rischi assunti degli enti erogatori. Tale finanza dovrebbe quindi essere assicurata da strutture in grado di fornire nuovi strumenti dedicati agli enti del Terzo, quali, per l'appunto, l'applicazione peculiare delle tecniche tradizionali del *project financing* al finanziamento di suddetti enti.

Sebbene la strada per una implementazione di tale tipologia di finanziamento anche per gli ETS sia costellata delle difficoltà di cui si è cercato di dare conto, l'applicazione delle tecniche del *project financing* in un settore diverso da quello tradizionale rappresenta una sfida che, se vinta, avrebbe il merito di permettere alla gran parte degli ETS di accedere al capitale di credito senza le difficoltà di reperimento di finanziamenti che hanno caratterizzato sinora il settore. Infatti, l'utilizzazione di tecniche di finanziamento già conosciute dagli istituti di credito piuttosto che di strumenti nuovi o di recente sviluppo, permetterebbe a questi ultimi di preservare il *know-how* già acquisito in altri ambiti traslandolo nel Terzo Settore, con un risparmio di costi e tempi, oltre agli ulteriori effetti positivi, in termini non meramente economici, in favore degli ETS, di cui pur si è cercato di dare conto.

A tali fini, sarebbe utile redigere un modello di contratto di finanziamento in *project financing* applicabile alle operazioni con gli enti del terzo settore standardizzando le particolari clausole che differiscono dalla struttura contrattuale tipica<sup>45</sup>. Allo stesso tempo, si potrebbe ipotizzare di strutturare una forma di garanzia a condizioni

<sup>44</sup> Cfr. S. BENVENUTI, S. MARTINI, cit., 7.

<sup>45</sup> Tale modello contrattuale dovrebbe tenere in considerazione le direttrici suggerite nel paragrafo 4 (*Le esperienze comunicate al mercato: le particolarità del project financing applicato al Terzo settore*) del presente lavoro, nonché favorire delle esperienze degli esperti del settore.

agevolate, contro-garantita dallo Stato, sui finanziamenti erogati dai soggetti finanziatori per aiutarli a reperire liquidità e finanziamenti necessari a finanziare gli ETS, che funga da incentivo per gli operatori e contribuisca allo sviluppo dell'intero settore, seguendo a titolo esemplificativo il modello di recente previsto per la c.d. "Garanzia Italia"<sup>46</sup>. In particolare, si potrebbe immaginare suddetta garanzia come una garanzia finanziaria, a prima richiesta, irrevocabile e incondizionata a favore degli istituti di credito che concedono un finanziamento – in *project financing* – agli enti del terzo settore. Tale garanzia<sup>47</sup>, avrebbe la finalità di tutelare gli istituti di credito a fronte degli irrimediabili rischi legati ai flussi di cassa che potrebbero inficiare le proiezioni economico-finanziarie legate al progetto finanziato (di cui si è detto in precedenza)<sup>48</sup>. Quanto agli enti del terzo settore beneficiari, non si vede, allo stato attuale alcun limite soggettivo ipotizzabile per quanto, come ovvio, l'eventuale intervento statale nel settore del credito al terzo settore<sup>49</sup>, richiederebbe necessariamente una circoscrizione dei progetti finanziabili<sup>50</sup>.

<sup>46</sup> "Garanzia Italia" è lo strumento straordinario messo in campo per sostenere le imprese italiane colpite dall'emergenza Covid-19 con il cosiddetto Decreto "Liquidità" (d.l. n. 23/2020, convertito in Legge 5 giugno 2020 n. 40 e *ss.mm.ii.*), prevedendo garanzie a condizioni agevolate, contro-garantite dallo Stato, sui finanziamenti erogati dai soggetti finanziatori per aiutarli a reperire liquidità e finanziamenti necessari per fronteggiare l'emergenza Coronavirus. Per un'attenta trattazione sul punto, si veda: R. LORUSSO, *Decreto "Liquidità": chiarimenti sui principali provvedimenti normativi*, in *il Diritto Amministrativo*, 2020.

<sup>47</sup> Tale proposta è consapevole che l'ipotizzata garanzia potrebbe, almeno all'apparenza, snaturare l'impostazione dell'operazione di finanziamento secondo le logiche proprie del *project financing*. Tuttavia, l'esperienza recente dimostra come la prestazione di una garanzia contro-garantita dallo Stato aumenta esponenzialmente la concessione del credito e, dunque, può giustificare tale approccio.

<sup>48</sup> Con riferimento alle agevolazioni si potrebbe far riferimento, alternativamente, (i) alla completa gratuità della garanzia; o (ii) alla riduzione dei costi legati alla concessione e/o all'accesso alla garanzia consistente nella differenza tra il prezzo di mercato di una garanzia analoga a quella prestata dall'ente del terzo settore e il premio di garanzia effettivamente versato per accedere al fondo di garanzia agevolato. Si veda, per un parallelismo sul punto, le disposizioni relative al fondo di garanzia relativo alla già menzionata "Garanzia Italia".

<sup>49</sup> Si potrebbe ipotizzare un intervento di SACE S.p.A. ("SACE") sulla base di una convenzione con il Ministero dell'economia e delle finanze in attuazione di una disposizione legislativa che individui SACE quale soggetto responsabile del rilascio delle garanzie a sostegno di investimenti di enti del terzo settore.

<sup>50</sup> Quantomeno con riferimento alle attività istituzionali tipiche dell'ente del terzo settore che accede al finanziamento contro-garantito dallo Stato.