

Un mercato dei capitali per imprese a scopo sociale

Davide Dal Maso e Davide Zanoni

Avanzi – idee ricerche e progetti per la sostenibilità

Milano, luglio 2008

0. Introduzione

Il dibattito sulla responsabilità sociale delle imprese¹, in gran voga negli ultimi anni, ha avuto il merito, tra gli altri, anche di mettere in luce i limiti intrinseci dell'impresa tradizionale nella capacità di creare valore sociale. Nonostante molti attori della *business community* dei Paesi industrializzati, abbiano aperto una riflessione profonda sulla natura dell'impresa e sui modelli organizzativi che meglio possono contribuire alla realizzazione di obiettivi non meramente economici, nella realtà ancora poco, di davvero significativo, è occorso in termini di reali mutamenti sul piano strategico e manageriale. I miglioramenti, che ci sono, appaiono comunque marginali. La domanda che ci poniamo è, perciò, se l'obiettivo di una società "capace di futuro" sia ragionevolmente perseguibile attraverso la correzione dei comportamenti delle imprese capitalistiche o se non occorra, piuttosto, pensare a imprese le cui logiche fondative siano ontologicamente diverse. Una risposta secca ci sembra impossibile e, probabilmente, una visione unilateralmente favorevole all'uno o all'altro approccio sarebbe semplicistica e quindi sbagliata. La nostra convinzione è che imprese capitalistiche (più o meno attente alla dimensione sociale della propria attività) e imprese che sono state definite "civili"² possano convivere e che, anzi, in una certa misura siano le une necessarie alle altre.

¹ Il lavoro più completo pubblicato nel nostro Paese sull'argomento è probabilmente la Guida Critica alla Responsabilità Sociale e al Governo d'Impresa, curato da Lorenzo Sacconi e edito da Bancaria Editrice nel 2005

² Una sintesi aggiornata è proposta in Economia Civile, Efficienza, equità, felicità pubblica di Luigino Bruni e Stefano Zamagni, pubblicato dal Mulino nel 2004

Cercheremo quindi di argomentare la necessità di pensare ad un sistema di imprese che, pur operando nel rispetto delle regole del mercato, riesca tuttavia ad esprimere una quota significativa di valore sociale, sfatando la diffusa convinzione secondo cui il mercato è il luogo degli egoismi e della sopraffazione e che solo al di fuori di esso si possano realizzare elementi di solidarietà, socialità e capacità di costruire il "bene comune".

Certo è che l'economia "altra" rispetto a quella capitalistica (che cercheremo di caratterizzare meglio in questo contributo) non può, se vuole giocare un ruolo, rimanere nella posizione del tutto ancillare che occupa oggi. La questione diventa, quindi, come stimolare lo sviluppo di questa economia in misura tale da portarla ad un livello di significatività che le dia maggiore dignità e riconoscimento, senza compromettere la qualità della sua natura. Uno degli elementi, certo non l'unico, necessari a questo scopo è il raggiungimento di una scala dimensionale sensibilmente maggiore. Riteniamo cioè che un'economia "altra" rispetto a quella capitalistica possa rappresentare un modello credibile [anche] se cresce fino a guadagnare un peso adeguato rispetto a ciò che esprime sul piano ideale e riesce a emanciparsi da un ruolo di mera testimonianza politica.

In questo contributo proponiamo alcune suggestioni per tratteggiare uno strumento utile allo scopo: un mercato dei capitali. Lo chiameremo, per semplicità, Borsa Sociale – anche se ci rendiamo conto di quanto questa denominazione possa risultare insoddisfacente. L'idea che cercheremo di sviluppare mira alla creazione di un meccanismo di incontro tra un'offerta di capitali finanziari "responsabili" e una domanda rappresentata da imprese che potremmo chiamare "a scopo sociale" (ISS). Riteniamo che un simile istituto possa facilitare il perseguimento dell'obiettivo di crescita dimensionale cui facevamo sopra cenno e possa altresì contribuire alla maturazione in senso più ampio dell'economia "non capitalistica", oggi [auto]condannata ad una funzione marginale.

La nostra riflessione è stata alimentata negli ultimi mesi da un proficuo scambio con amici e colleghi del Regno Unito, impegnati nel progetto di creazione dello London Social Stock Exchange – una vera e propria borsa per la negoziazione di titoli di imprese "ad alto valore sociale".

Più in particolare, cercheremo di motivare l'asserita necessità di un mercato di capitali per ISS; di seguito, analizzeremo, nell'ordine, il lato della domanda e il lato dell'offerta di capitali – individuando i soggetti potenzialmente interessati a giocare un ruolo e le motivazioni per cui dovrebbero farlo; da ultimo, ci soffermeremo sull'oggetto della transazione, cioè sulla natura e le caratteristiche dei titoli che potrebbero venire scambiati in questo mercato.

1. Perché ragionare su una Borsa Sociale

La domanda che discende da – o forse precede – le considerazioni in premessa è perché sia sensato favorire la crescita di un'economia civile. Le risposte possibili sono diverse, ma tutte sono riconducibili ad un'evidenza che ci verrebbe da chiamare oggettiva, ovverosia che il modello economico capitalista appare incapace di rispondere alle grandi sfide del nostro tempo. Un'abusata citazione di Albert Einstein ci ricorda che non possiamo risolvere un problema utilizzando i medesimi schemi mentali che ne hanno causato la nascita. E, a ben vedere, gran parte delle questioni che affliggono la nostra società sono riconducibili, se non direttamente create, da un modello economico e sociale che, alla prova dei fatti, si sta dimostrando insostenibile. Un esempio spesso utilizzato per dimostrare la resistenza al cambiamento culturale richiesto per concepire un'alternativa al presente è rappresentato dal totem della crescita economica: nonostante sia ormai evidente che in molti ambiti la crescita è diventata diseconomica, nel senso che produce più danni di quanti benefici apporti, la maggioranza degli economisti e la quasi totalità dei decisori politici si ostina a considerare la crescita come la soluzione a tutti i problemi³; l'idea che occorra riconoscere l'esistenza di limiti alla crescita (essendo l'economia un sottosistema del più ampio, ma pur sempre limitato, sistema ambientale) è considerata eretica e nessuna attenzione viene prestata alla qualità dei risultati generati; l'utilizzo acritico di un indicatore come il PIL diventa un fattore di distorsione delle

³ Il punto di riferimento per i sostenitori della teoria della decrescita è Serge Latouche, la cui opera più recente, *La Scommessa della Decrescita*, è pubblicata in Italia da Feltrinelli. Sulle questioni più generali legate al concetto di sviluppo sostenibile segnaliamo il recente *Manuale della Sostenibilità* di Gianfranco Bologna (Edizioni Ambiente)

politiche economiche. A parole, tutti riconoscono la necessità di cercare un equilibrio tra le dimensioni economica, ambientale e sociale di ogni attività umana; in pratica, è solo la prima quella che conta davvero e sulla base della quale le decisioni vengono assunte.

Queste contraddizioni spesso si registrano anche a livello microeconomico. Non si ha alcun riguardo alla realizzazione di benefici sociali attraverso l'attività di impresa, il cui successo si misura solamente in termini di performance economico-finanziaria. Al più, si ammette che le variabili ambientali e sociali influenzino il risultato (economico) dell'impresa – e che *perciò* sia opportuno considerarle: esse possono svolgere una funzione strumentale alla creazione del valore economico.

Occorre quindi "riformare l'impresa" per disegnare una nuova economia – partendo dal sostegno a quelle imprese che contengono i germi del cambiamento. Ci riferiamo a quelle che abbiamo chiamato imprese a scopo sociale, cioè a organizzazioni che, a prescindere dalla forma giuridica, interiorizzano nella propria missione obiettivi di natura sociale e realizzano la propria attività prestando uguale attenzione alle dimensioni economica, ambientale e sociale.

Queste organizzazioni hanno già, e avranno sempre più in futuro, la possibilità di far leva sulle proprie caratteristiche distintive per candidarsi a operare in settori destinati a crescere significativamente. Gli esempi abbondano:

- a. sul versante più propriamente sociale, i servizi alla persona (assistenza, sanità, ...); l'educazione e la cultura; il consumo critico (biologico, organico, etico ...) e il commercio equo e solidale; il turismo responsabile (viaggi, ospitalità, ristorazione...); etc.
- b. sul versante ambientale, le tecnologie innovative; il risparmio e l'efficienza energetica; la produzione di energia da fonti rinnovabili; la bioedilizia; la mobilità sostenibile; etc.

Insomma, ci troviamo di fronte ad una vera rivoluzione (in parte voluta, in parte imposta dalle circostanze) nei consumi e quindi nel sistema di produzione e offerta di beni e di servizi. Non ci soffermiamo in questa sede

su quale sia la causa e quale l'effetto, cioè se il driver principale di cambiamento sia la crescita di consapevolezza da parte dei consumatori o la mutata politica delle imprese: certamente, sono due facce della stessa medaglia.

Ora, perché questa domanda di beni e di servizi non potrebbe essere soddisfatta dal sistema delle imprese meramente capitalistiche? Il motivo è che, quando l'oggetto della prestazione ha a che fare con una relazione, la natura del soggetto e degli obiettivi che si pone non sono indifferenti. In altre parole, c'è una differenza sostanziale tra lo sfruttamento dei temi ambientali o sociali come leva per la creazione di valore economico e la volontà di creare valore ambientale o sociale, ferma restando la necessità di procurare anche un surplus economico. Nel primo caso, l'*altro* è un mezzo; nel secondo, un fine. Questo è il motivo per cui il caffè "fair" distribuito dalla Nestlé non è la stessa cosa rispetto a quello del commercio equo e solidale (anche se, dal punto di vista merceologico, è lo stesso); o per cui l'attività di una badante non è la stessa rispetto a quella di un parente (anche se, di fatto, fa le stesse cose – a volte pure meglio). Questa differente prospettiva viene percepita in modo abbastanza nitido dall'*altro* (con maggiore o minore chiarezza a seconda delle circostanze, ovviamente) e perciò qualifica la natura della relazione.

Naturalmente, queste considerazioni sono tanto più vere quando si applicano a beni sociali, ma in realtà qualsiasi transazione, anche quella che ha per oggetto un banale bene materiale, contiene un elemento relazionale importante. Quindi, riteniamo che un'impresa che esprima un obiettivo di natura sociale nella propria missione (che, cioè, abbia una motivazione sociale intrinseca) possa risultare meglio attrezzata a soddisfare le aspettative dei clienti e degli stakeholder in generale. Il punto è che, come vedremo, questo elemento non è necessariamente dato dalla natura giuridica dell'impresa e quindi deve essere dichiarato, provato (misurato) e verificato.

In sintesi, noi riteniamo che si consoliderà una domanda sempre più forte di beni e di servizi che incorporino o che siano accompagnati da forti elementi di socialità e che questa domanda possa essere meglio intercettata da un

sistema di imprese "non meramente capitalistiche". A fronte di questo potenziale formidabile, non sembra corrispondere un sistema di offerta all'altezza della situazione: oggi nel mercato operano da un lato imprese tradizionali che nella migliore delle ipotesi realizzano alcune correzioni spesso solo di facciata alla propria strategia e dall'altro il cosiddetto terzo settore. Entrambe queste categorie (i cui confini definiamo qui con grossolanità per necessità di sintesi) appaiono inadeguate rispetto alla sfida. In entrambi i casi c'è un deficit di credibilità; politica nel primo, economica e organizzativa nel secondo.

Vediamo perché. Se appaiono generalmente poco fondate le critiche sul piano teorico alla proposta culturale rappresentata dalla responsabilità sociale d'impresa, molto più solide sembrano quelle alle imprese che l'hanno o dicono di averla fatta propria. Se non produce un cambiamento radicale delle logiche profonde cui l'attività di impresa si ispira, la CSR rischia di diventare nella migliore delle ipotesi una brillante tecnica manageriale per garantire la continuità dell'impresa; nella peggiore, una bieca tecnica di manipolazione. Il salto culturale, che in pochissimi sembrano davvero disposti ad affrontare, rimane legato alla genuina accettazione della prospettiva multistakeholder, in base alla quale non è solo all'azionista che il manager deve rendere conto, ma ad una più vasta ed articolata platea di soggetti. Se "cose buone" vengono fatte solo nella misura in cui garantiscono un maggiore o più sicuro ritorno sull'investimento (finanziario) dei proprietari, non si può dire di trovarsi davvero di fronte ad una rivoluzione.

Ma anche il modello proposto dal Terzo Settore non appare del tutto soddisfacente. In verità, come è noto, in questa categoria vengono fatti rientrare casi molto diversi: si va dal volontariato in senso stretto, alle forme associazionistiche, alla cooperazione (che, a propria volta, si articola secondo filoni molto variegati). Con l'eccezione di quest'ultima, che in molti casi si è avvicinata al modello capitalistico arrivando, sul piano dei comportamenti, quasi all'assimilazione, il resto rappresenta ancora un sistema un po' naif, in cui la componente volontaria gioca ancora un ruolo significativo, la qualità manageriale lascia spesso a desiderare, l'efficienza

gestionale rimane un traguardo lontano e nemmeno tanto agognato (nel senso che viene ritenuto un fattore di contaminazione col modello "cattivo"). L'attitudine a lavorare in rete è più predicato che praticato e il sistema, alla fin fine, appare più una sommatoria di iniziative isolate e scollegate tra loro, ciascuna incapace, singolarmente, di raggiungere dimensioni interessanti e quindi complessivamente debole.

Vale la pena di sottolineare, a scanso di equivoci, che in queste considerazioni non c'è alcuna valutazione di merito. Non pensiamo né ci interessa dimostrare che l'uno modello sia migliore dell'altro. Piuttosto, riteniamo che né l'uno né l'altro, per motivi diversi, siano oggi in grado di cogliere le sfide di uno sviluppo che si sostenga nel tempo.

Sfortunatamente, tra l'impresa capitalistica e l'impresa del terzo settore, ad oggi, *tertium non datur*. Ci piace immaginare che possano invece esistere imprese che adottino i modelli organizzativi della prima e lo spirito della seconda e riescano a produrre, contemporaneamente ed in misura soddisfacente, capitale economico, sociale ed ambientale. È proprio alle imprese che percorrono questa terza via che la Borsa Sociale si rivolge: soggetti aperti, che non si rapportino al mercato utilizzando categorie rigidamente ideologiche, che realizzino modelli imprenditoriali efficienti, ma che al contempo riescano a produrre un valore sociale aggiunto importante, che non siano appiattiti sull'idea della *massimizzazione* del profitto, che abbiano superato nei fatti, e non solo nelle dichiarazioni, la visione monostakeholder dell'impresa secondo cui, in ultima analisi, è l'azionista l'unico a contare veramente.

In quest'ottica, il quesito cui cercare di dare risposta è se la Borsa Sociale, o in senso più lato un mercato di capitali dedicato, possa essere uno strumento utile per promuovere e sostenere nel medio periodo la capitalizzazione di imprese che abbiamo definito a scopo sociale (*social purpose business*), cioè di imprese che svolgono attività di produzione di beni e servizi che aumentano il benessere collettivo e operano nel rispetto di criteri di sostenibilità ambientale e sociale. Quali caratteristiche dovrebbe avere tale borsa o mercato, quali strumenti si renderebbero necessari per superare i limiti esistenti, sia da un punto di vista giuridico che culturale?

2. Il lato della domanda di capitale

2.1 Definizione di impresa a scopo sociale

Nel mercato ci può essere spazio per soggetti e agenti motivati all'azione anche da un fine non esclusivamente lucrativo. Nel contesto italiano, pur ritardato da un quadro giuridico incapace di far fronte tempestivamente alle istanze e necessità che emergono dal Terzo settore e dalla società civile, stanno comunque emergendo soggetti di impresa che mostrano una struttura produttiva e organizzativa del tutto simile alle imprese tradizionali, ma che perseguono interessi collettivi diversi dall'utile privato. In questa categoria rientrano le cooperative sociali e le imprese sociali (ex lege) che si distinguono nettamente da associazioni e fondazioni che restano al di fuori del mercato capitalistico. Ma non è solo questo l'universo di imprese e soggetti che possono rientrare nella definizione di *social purpose businesses*. Certo, in questi casi la creazione di valore economico è subordinata alla creazione di valore sociale, ma il fatto che non venga generato utile può creare un vincolo di risorse, ovvero l'incapacità di remunerare il capitale investito nell'impresa e limitarne la crescita nel medio periodo.

È dunque necessario mettere a fuoco la natura dell'ISS, definirla, trasformarla in un soggetto che appartiene al mercato e in qualche modo lo ridefinisce, lo arricchisce di una dimensione, lo porta a funzionare anche per il raggiungimento di scopi sociali oltre che egoistici.

Per rendere visibili queste imprese e questi soggetti, appare utile la creazione di un mercato specifico che rappresenti per alcune ISS un passaggio intermedio di avvicinamento al mercato *mainstream*, per altre un punto di arrivo in quanto tale. All'interno dei mercati finanziari tradizionali, regolati (o meglio non regolati) dalle leggi della ricerca del massimo rendimento e contenimento del rischio, tali non sarebbero considerate affatto attraenti.

Alcune imprese particolarmente innovative rappresentano infatti delle eccezioni ma anche ottimi esempi di come sia possibile sviluppare dei modelli di business che coniugano valore sociale e ambientale con un elevato rendimento economico. Questo è il modello a cui tendere, questo il modello a cui le ISS potrebbero ispirarsi, aprendosi così al mercato dei capitali.

2.2 Impresa sociale in senso giuridico

Dovrebbe essere chiaro, a questo punto, che la nostra idea di ISS non coincide con la definizione tecnica di impresa sociale. Nel nostro ordinamento, l'impresa sociale non è stata definita come una nuova figura giuridica, bensì come una qualificazione soggettiva, uno status che possono ottenere diverse tipologie di enti sotto determinate condizioni. Il Decreto Legislativo 24 marzo 2006, n. 155⁴ recante "Disciplina dell'impresa sociale, a norma della legge 13 giugno 2005, n. 118" offre una definizione dell'impresa sociale, specificando all'art. 1 che "possono acquisire la qualifica di impresa sociale tutte le organizzazioni private, ivi compresi gli enti di cui al libro V del codice civile, che esercitano in via stabile e principale un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o servizi di utilità sociale, diretta a realizzare finalità di interesse generale". Ecco dunque un primo passo avanti in direzione del riconoscimento della valenza sociale nell'attività di impresa, a prescindere dal tipo di forma giuridica che la caratterizza.

I principali requisiti che devono avere tali soggetti sono descritti dai successivi articoli 2, 3, 4 che definiscono il concetto di utilità sociale tramite appartenenza a determinati settori di attività (assistenza sociale⁵, assistenza sanitaria⁶, assistenza socio-sanitaria⁷, educazione e formazione⁸, tutela

⁴ Pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale 27 aprile 2006, n. 97

⁵ Legge 8 novembre 2000, n. 328, recante legge quadro per la realizzazione del sistema integrato di interventi e servizi sociali

⁶ Per l'erogazione delle prestazioni di cui al decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri in data 29 novembre 2001, recante «Definizione dei livelli essenziali di assistenza», e successive modificazioni, pubblicato nel supplemento ordinario alla Gazzetta Ufficiale n. 33 dell'8 febbraio 2002

dell'ambiente⁹, valorizzazione del patrimonio culturale¹⁰, turismo sociale¹¹, formazione universitaria e post-universitaria; ricerca ed erogazione di servizi culturali, formazione extra-scolastica, servizi strumentali alle imprese sociali) e l'esercizio di attività di impresa, al fine dell'inserimento lavorativo di lavoratori svantaggiati¹² e lavoratori disabili¹³.

Queste attività devono rappresentare almeno il settanta per cento dei ricavi complessivi dell'organizzazione che esercita l'impresa sociale, ovvero devono essere l'attività principale di impresa. Allo stesso modo, i lavoratori di cui sopra devono essere in misura non inferiore al trenta per cento dei lavoratori impiegati a qualunque titolo nell'impresa.

L'aspetto più rilevante al fine della nostra trattazione è sancito dall'articolo 3 che stabilisce *l'assenza dello scopo di lucro*, ovvero "l'organizzazione che esercita un'impresa sociale destina gli utili e gli avanzi di gestione allo svolgimento dell'attività statutaria o ad incremento del patrimonio". A tale fine è vietata la distribuzione, anche in forma indiretta, di utili e avanzi di gestione, comunque denominati, nonché di fondi e riserve in favore di amministratori, soci, partecipanti, lavoratori o collaboratori.

La definizione giuridica dell'impresa sociale è stata completata con l'emanazione delle nuove disposizioni operative nonché le linee guida in

⁷ Ai sensi del decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri in data 14 febbraio 2001, recante «Atto di indirizzo e coordinamento in materia di prestazioni socio-sanitarie», pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 129 del 6 giugno 2001

⁸ Ai sensi della legge 28 marzo 2003, n. 53, recante delega al Governo per la definizione delle norme generali sull'istruzione e dei livelli essenziali delle prestazioni in materia di istruzione e formazione professionale;

⁹ Ai sensi della legge 15 dicembre 2004, n. 308, recante delega al Governo per il riordino, il coordinamento e l'integrazione della legislazione in materia ambientale e misure di diretta applicazione, con esclusione delle attività, esercitate abitualmente, di raccolta e riciclaggio dei rifiuti urbani, speciali e pericolosi;

¹⁰ Ai sensi del Codice dei beni culturali e del paesaggio, di cui al decreto legislativo 22 gennaio 2004, n. 42;

¹¹ Di cui all'articolo 7, comma 10, della legge 29 marzo 2001, n. 135, recante riforma della legislazione nazionale del turismo;

¹² Ai sensi dell'articolo 2, primo paragrafo 1, lettera f), punti i), ix) e x), del regolamento (CE) n. 2204/2002 della Commissione, 5 dicembre 2002, della Commissione relativo all'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti di Stato a favore dell'occupazione;

¹³ Ai sensi dell'articolo 2, primo paragrafo 1, lettera g), del citato regolamento (CE) n. 2204/2002.

materia di imprese sociali. È quanto contenuto nel decreto 24 gennaio 2008 del Ministero dello sviluppo economico ed in altri tre provvedimenti: un secondo decreto 24 gennaio 2008 del MSE e due decreti 24 gennaio 2008 del Ministero della solidarietà sociale pubblicati in Gazzetta Ufficiale 11 aprile 2008, n. 86. In particolare, i quattro decreti attuativi riguardano: la qualificazione dei ricavi per rientrare nell'ambito dell'impresa sociale; le linee-guida per le modalità relative a operazioni di trasformazione, fusione, scissione e cessione dell'impresa; le linee-guida per redigere il bilancio sociale (che, in base alla legge delega, per questa nuova forma giuridica diventa obbligatorio) e l'elenco degli atti e documenti da depositare al Registro delle imprese.

Il riconoscimento formale all'impresa sociale rappresenta anche un tentativo di superare l'idea che associazioni e società abbiano un diverso status in merito alla possibilità di esercitare attività imprenditoriale all'interno del mercato. Il Terzo Settore, negli ultimi anni, ha segnato una forte crescita, soprattutto in Italia, e questo ha contribuito all'affermazione di un nuovo tipo di imprenditorialità che riveste un ruolo importante non soltanto per le implicazioni sociali¹⁴, ma anche e soprattutto per le ricadute economiche ed occupazionali. Questi soggetti di varia natura giuridica svolgono attività al di fuori della logica del profitto, ma che in qualche modo appartengono al mercato e nel quale potrebbero trovarvi nuovi spazi e risorse. In particolare per quanto concerne la capacità di intercettare fattori produttivi (capitale finanziario ma anche capitale umano e capitale sociale - reti) e promuovere attività in grado di sostenersi nel tempo.

Il concetto di impresa sociale consiste appunto in un assetto organizzativo in grado di realizzare un equilibrio sostenibile tra l'essere impresa e il perseguire finalità di interesse collettivo. Anche la legge dunque riconosce la distinzione fra il concetto di imprenditoria e quello della finalità lucrativa,

¹⁴ La crescita di importanza del Terzo Settore nell'erogazione dei servizi sociali è stata anche promossa dalle varie leggi di settore: legge quadro sul volontariato (266/91), legge sulla cooperazione sociale (381/91), legge sull'associazionismo di promozione sociale (383/2000), legge quadro sull'integrazione dei servizi sociali e socio-sanitari (328/00), decreto legislativo sulle ONLUS (460/97)

riconoscendo così che possano esistere imprese che hanno finalità differenti dal perseguimento di un profitto e che rivolgono la propria azione a fini di interesse generale.

Il Decreto potrebbe aprire nuove prospettive al mondo imprenditoriale del no profit, anche se dal nostro punto di vista questa definizione risulta troppo stringente per consentire un reale passaggio al mercato, soprattutto in termini di finanziamento. L'elemento più distorsivo e limitante per l'impresa sociale, in un'ottica di apertura al mercato dei capitali, è infatti il divieto assoluto di distribuire parte del valore generato con l'attività di impresa. Questo impedisce di creare forme eque e non speculative di remunerazione del capitale di rischio, limitando l'accesso delle imprese ad un fattore di produzione determinante nel lungo periodo.

Per superare tale limite, è possibile immaginare norme di attenuazione del vincolo alla non distribuzione dell'utile, integrate da limiti superiori al valore della remunerazione del capitale investito: la sfida è trovare quali fattori siano da considerare nella limitazione del rendimento, quali parametri, quali soglie che possano andare di pari passo con la crescita delle imprese e dello loro prospettive di redditività.

3. Il lato dell'offerta di capitale

3.1 La situazione attuale

Naturalmente, perché un mercato di capitali funzioni, occorre ci sia qualcuno disposto ad investire. Di esperienze di investimento socialmente orientato in senso lato se ne registrano, in giro per il mondo, di tutti i tipi.

Quella più conosciuta e più affermata si realizza attraverso il cosiddetto SRI (*socially responsible investment*) che consiste nell'applicazione di filtri ambientali o sociali nei processi di selezione degli investimenti¹⁵. In pratica, nella valutazione sull'opportunità o meno di un acquisto o di una vendita di

¹⁵ Su questo argomento esiste una letteratura molto vasta. Una bibliografia completa e aggiornata si trova sul sito dello European Social Investment Forum www.eurosif.org

un titolo, oltre che ai tradizionali elementi legati al rapporto rischio/rendimento atteso, si presta attenzione anche al profilo di responsabilità sociale dell'emittente. Si parla di *screening* negativo quando questi filtri tendono ad escludere dall'investimento i soggetti coinvolti in attività controverse (in termini di settori, come per esempio gli armamenti, l'alcool, il tabacco, la pornografia, il gioco d'azzardo o simili; o in termini di singolo emittente, quando questi, tipicamente un'impresa, ha delle relazioni conflittuali con i propri stakeholders); viene definito *screening* positivo l'approccio che tende invece a premiare gli emittenti che garantiscono una performance ambientale e/o sociale particolarmente brillante (*rating* sociale) in rapporto ai propri *peers* (*best in class*).

Il bilanciamento di questi criteri, così come il rigore con cui vengono applicati, varia considerevolmente in relazione alla natura e agli obiettivi dell'investitore. I soggetti che applicano queste tecniche sono le grandi società di gestione che, per definizione, investono nell'interesse di terzi – piccoli investitori retail, tipicamente, attraverso fondi comuni, o grandi investitori istituzionali, attraverso mandati. Il movimento dell'SRI è cresciuto molto negli ultimi anni, sia in Europa che negli Stati Uniti. Si stima che, adottando una definizione ampia che include anche le forme più blande, una quota che varia tra il 15 e il 20% di tutto il risparmio gestito nel nostro continente sia in qualche modo orientata anche da criteri di responsabilità sociale.

Quello che rileva ai nostri fini, tuttavia, non è tanto l'apprezzamento più o meno forte del fenomeno per come si è sviluppato, quanto la constatazione dei risultati che ha prodotto. L'SRI è, di fatto, una variante dell'investimento tradizionale. L'obiettivo della massimizzazione del ritorno economico è più o meno esplicitamente temperata da un'attenzione al modo in cui il valore viene creato. Ma la logica di fondo non è significativamente diversa. Innanzitutto, l'SRI si realizza attraverso l'investimento in titoli quotati; ciò significa che è orientato verso imprese di dimensioni medio-grandi, spesso molto grandi, che, quasi per necessità, applicano i modelli più tradizionali di impresa capitalistica. Di più, per ragioni legate alla diversificazione del rischio e alla riduzione della volatilità, la scelta dei titoli è naturalmente

orientata verso i titoli a maggior capitalizzazione. Ne risulta che i portafogli SRI non sono poi così diversi da quelli "normali". Ci si trovano i titoli delle grandi multinazionali – al più, "depurati" da quelli meno presentabili.

Un altro esempio molto chiaro è quello dei cosiddetti indici "di sostenibilità". Si tratta di indici finanziari calcolati sulla base di panieri di titoli selezionati secondo criteri di responsabilità sociale. Nella maggioranza dei casi, si tratta di sottoinsiemi dei *constituents* degli indici finanziari tradizionali. Così, il Dow Jones Sustainability è un derivato del Dow Jones "tradizionale"; lo stesso vale per il FTSE4Good, e così via. E, di nuovo, l'esito di questi esercizi è l'eliminazione dei titoli peggiori dal punto di vista sociale o il soprappeso di quelli della imprese con le performance sociali e ambientali più brillanti; non molto di più. Qualcuno, ironicamente, ha detto che più che di *best in class* (migliori nella categoria), è il caso di parlare di *so and so* (così così) o di *not so bad* (non così male).

Non vogliamo apparire detrattori di un'esperienza che, in realtà, ha promosso fenomeni di cambiamento importantissimi. Per esempio, è anche grazie alle domande e alle pressioni degli investitori SRI e delle agenzie di rating sociale che lavorano per loro conto che tante imprese si sono attrezzate per rispondere ad una crescente domanda di trasparenza e di risultati – definendo piani, politiche e strategie di responsabilità sociale, creando apposite unità organizzative incaricate di realizzarli, garantendo la pubblicazione di report e di bilanci di sostenibilità. Semplicemente, cerchiamo di riconoscere l'SRI per quello che è, cioè una pratica che ha sdoganato il tema della *corporate responsibility* presso la comunità finanziaria *mainstream* ed ha offerto a moltissimi investitori, grandi e piccoli, l'opportunità di dare una risposta positiva ad un bisogno di coerenza nelle proprie scelte di investimento; ma che non ha modificato nella sostanza i *pattern* dell'economia globale né ha promosso l'avvio di modelli alternativi di impresa.

Si può discutere se sia più utile modificare, magari anche di poco, le politiche e le pratiche di un'impresa che ha centinaia di migliaia di dipendenti e miliardi di fatturato piuttosto che sostenere la nascita o la crescita di una piccola impresa radicalmente diversa. Senza prendere una

posizione su questo dilemma, ci limitiamo a rilevare la differenza di obiettivi e di strumenti dei due approcci e a constatare che l'SRI così com'è funziona bene al primo scopo, ma è inadeguato rispetto al secondo.

Più interessanti sono le forme di investimento socialmente orientato che si rivolgono ad imprese non quotate. Il *private equity*, infatti, consente di superare almeno quattro limiti intrinseci all'SRI di cui abbiamo parlato prima:

- innanzitutto, permette di scegliere le imprese oggetto di investimento con un maggior grado di libertà. Sostanzialmente, adotta un approccio *bottom up* ed è quindi meno vincolato alla composizione dei listini delle grandi piazze finanziarie;
- poi, punta verso imprese normalmente più piccole e perciò più propense o comunque più adatte al cambiamento e, in ogni caso, più facilitate nell'adozione di modelli manageriali innovativi;
- inoltre, la natura stessa dello strumento comporta una maggiore accettazione del rischio, elemento implicito nel tipo di prospettiva che andiamo prefigurando;
- infine, permette e talvolta addirittura richiede una presenza attiva dell'investitore nel governo dell'impresa – circostanza che può ulteriormente rafforzare l'obiettivo di innovazione sociale.

Per converso, il *private equity* si porta dietro un limite importante, cioè il vincolo temporale dell'investimento, che rende scarsamente liquidabili le posizioni. Questa è la ragione principale per cui può essere realizzato – o di fatto viene realizzato – solo da investitori qualificati, con competenze specifiche e una propensione al rischio elevata. Tipicamente, non si presta perciò ad un ruolo attivo dei piccoli investitori retail né, anche se per diverse ragioni, della maggioranza dei grandi investitori istituzionali.

Nemmeno la forma più "estrema" di *private equity*, il *venture capital*, sembra del tutto appropriata per imprese con un fine sociale, in quanto i fondi di *venture* acquistano quote societarie per un periodo medio di 3-5 anni, durante i quali gli investitori collaborano con gli imprenditori per migliorare l'attività, il modello di gestione e accrescere in ultima istanza il

valore dell'impresa. Al termine di questo periodo, il fondo non viene ripagato direttamente dall'impresa, quanto dalla cessione delle quote sul mercato (*public equity*) o ad altro investitore. Il modello, di per sé, non è privo di elementi positivi, anzi; si spiega per il fatto che il capitale viene tipicamente investito in imprese ad alto rischio. Ma quando ci si rivolge a ISS, per le quali il fine sociale è il *core* dell'attività e che puntano alla massimizzazione del profitto, rende l'operazione non sufficientemente remunerativa in un così breve arco temporale. Inoltre, la necessità di remunerare l'investimento iniziale tramite vendita sul mercato pone alcuni problemi rilevanti: lo scetticismo nell'affidare ad altri soggetti parte della compagine sociale e la difficoltà ad avere garanzie sui nuovi proprietari.

L'idea della Borsa Sociale punta a risolvere i problemi impliciti nella pratica dell'SRI *mainstream* da un lato e del *private equity* dall'altro: in teoria, offre la possibilità di investimenti ad alto valore sociale aggiunto, quindi molto qualificati in termini di cambiamento sociale, e garantisce la negoziabilità dei titoli.

3.2 Possibile profilo di un "investitore sociale"

L'investimento nei titoli quotati alla Borsa Sociale potrebbe quindi venir sottoscritto da una pluralità di soggetti – che sono in parte quelli che già attualmente utilizzano gli strumenti esistenti di investimento socialmente responsabile, in parte altri che oggi sono estranei al movimento. La loro identificazione è legata al tipo di esigenze che questo tipo di investimento è in grado di soddisfare – che possono variare, in ultima analisi, in relazione a due elementi fondamentali: il profilo di rischio/rendimento e il valore sociale atteso. Queste due categorie non sono necessariamente contrapposte, ma, è di tutta evidenza, certamente correlate. Immaginiamo perciò ci possano essere investitori relativamente poco interessati agli aspetti di responsabilità sociale e invece attratti dalle prospettive di crescita dell'economia sociale e viceversa. Peraltro, come abbiamo avuto modo di dire anche altrove, tra un estremo e l'altro non c'è soluzione di continuità ed è quindi probabile che a rivolgersi alla Borsa Sociale siano investitori interessati all'uno e all'altro

aspetto, in entrambi i casi con “moderazione” e senso di pragmatismo. In altre parole, ci troviamo di fronte ad investitori i cui obiettivi sono multidimensionali e che devono ricercare un punto di equilibrio (che sarà diverso per ciascuno di essi) su cui attestare le proprie aspettative.

Riteniamo quindi che candidati ideali a rappresentare il ruolo dell’offerta di capitale possano essere sia investitori socialmente orientati che investitori tradizionali. Tra i primi, più in particolare, fondazioni, istituzioni pubbliche e, naturalmente, privati “filantropi”. Guardiamo per esempio al caso delle fondazioni; la riflessione riguarda queste istituzioni in generale (perciò quelle familiari, d’impresa, comunitarie, etc.) ma, in particolare quelle di origine bancaria. Esse, infatti, per legge e per statuto perseguono obiettivi di sviluppo sostenibile e di promozione sociale nei territori di riferimento. L’attività istituzionale si articola nella gestione finanziaria del passivo e nell’erogazione di donazioni finanziate coi proventi della prima. Tipicamente, l’attenzione alla dimensione della responsabilità sociale viene concentrata nella fase di erogazione e poca o nessuna enfasi viene posta al modo in cui si genera il valore economico che poi viene distribuito. In questa asimmetria risiede non solo una contraddizione logica, ma anche un punto di debolezza del sistema. Un esempio ben noto tra gli addetti ai lavori è quello della Fondazione Bill & Melinda Gates. Nel 2007, fu pesantemente attaccata da un autorevole quotidiano americano, il Los Angeles Times, per il proprio comportamento schizofrenico: essa, infatti, finanziava meritoriamente una campagna di vaccinazioni nei Paesi più poveri dell’Africa, ma i fondi con cui la campagna era sostenuta provenivano [anche] dai dividendi di imprese estrattive accusate di violazioni delle regole ambientali in quegli stessi Paesi tali da causare le malattie combattute dai vaccini. In altre parole, da un lato (attraverso gli investimenti) si sostengono imprese che generano gravi problemi ambientali e sociali e dall’altro (con le donazioni) si finanziano progetti per cercare di risolverli. Evidentemente, sarebbe molto più efficiente aggirare il problema evitando di investire in quelle imprese o utilizzando i diritti collegati alla proprietà dei titoli per cercare di influenzare il loro comportamento. Invece, risulta molto più semplice lasciare ai *financial guys* il compito di fare i soldi – quanti più possibile e se occorre

sporcarsi le mani, pazienza – e ai buoni cooperanti quello di spenderlo in buone azioni. Al di là di considerazioni di ordine etico, è proprio una questione di efficacia: per una fondazione, l'investimento sociale non è un limite all'efficienza dell'attività erogatoria, ma un altro modo (complementare, non alternativo) di perseguire la propria missione. Se anche l'investimento sociale fosse finanziariamente meno remunerativo di quello tradizionale (cosa possibile e in alcuni casi necessaria, come abbiamo riconosciuto), comunque il valore sociale – che è l'obiettivo della fondazione – sarebbe garantito, con un bilancio complessivamente positivo. Naturalmente, l'affermazione come quella appena fatta non va accettata apoditticamente: anche il valore sociale va misurato, in modo da giustificare e rendere opponibili ai terzi (gli stakeholder) il senso e lo scopo delle decisioni prese.

Prendiamo un altro caso, quello delle amministrazioni pubbliche. Normalmente, si sa, esse non hanno ampie disponibilità finanziarie da investire – anzi, sono quasi sempre indebitate. Ma, spesso, sono in grado di determinare le strategie di enti o imprese strumentali che invece hanno un patrimonio, più o meno consistente, o che comunque gestiscono significative risorse finanziarie. Che vi sia una fortissima coerenza tra i benefici generati dalle ISS e gli obiettivi delle politiche pubbliche è di tutta evidenza, basti pensare ai temi dell'ambiente, della solidarietà, dell'inclusione sociale. Ne discende che sostenere lo sviluppo di imprese con forti connotazioni di responsabilità sociale può rivelarsi più efficiente che limitarsi ad applicare i tradizionali meccanismi regolatori di correzione degli effetti perversi del mercato o di redistribuzione del reddito.

Più facili da intuire le motivazioni di un investitore (privato o istituzionale) con una motivazione sociale intrinseca: per questi, la generazione di valore sociale è lo scopo primo e il surplus economico un fattore certamente non marginale, ma nemmeno prioritario. Così, per esempio, per un ente religioso (un ordine, una congregazione, una diocesi, ...) dovrebbero valere – se possibile, ulteriormente rafforzate – le medesime considerazioni svolte sopra per le fondazioni.

4. Verso una Borsa Sociale

Un passaggio obbligato per realizzare un mercato di capitali per ISS sembra essere il superamento del vincolo non profit, inteso come scarsa o nulla attenzione alla generazione di profitto e divieto di distribuzione dell'utile realizzato. Possiamo infatti immaginare anche un mercato di capitali tra imprese non profit (o profit senza distribuzione di utili) e investitori non interessati al rendimento economico, ma questo avrebbe logiche del tutto simili al sistema delle donazioni e dell'investimento a fondo perduto, così come prevalente nel contesto italiano. Simili operazioni non sarebbero comunque da escludere a priori all'interno degli scambi di borsa, ma sarebbero solo una delle tipologie di transazione.

Per avere un mercato di *social equity*, in cui si scambino prevalentemente quote societarie di ISS, è necessario che l'oggetto della transazione, ovvero la quota, sia disponibile per gli investitori, dunque che le imprese siano disposte a vendere proprie azioni in cambio di dividendi futuri. La distribuzione di dividendi implica la realizzazione di un utile. Qui risiede il salto da compiere per andare oltre il concetto di no profit verso la definizione e l'affermazione di una ISS. Questo implica di superare il concetto capitalistico di profitto e di sposare l'idea di un utile "ragionevole" che remunererò il capitale investito (a tassi equi) e permetta all'impresa di crescere nel tempo grazie ad una maggiore capitalizzazione. Tale limite alla creazione di un mercato dei capitali per imprese sociali è molto evidente nell'ambito del Terzo settore italiano, dove esiste una forte barriera culturale che allontana il mondo del non profit dal mercato.

A nostro avviso, esiste un anello di congiunzione tra profit e non profit, rappresentato proprio dalla missione sociale dell'impresa, ovvero lo spostamento dell'attenzione dalla forma giuridica alla natura dell'attività stessa. Non sempre imprese non profit garantiscono un elevato standard sociale nella loro attività, e sono molti i casi in cui la missione stessa viene tradita nel corso degli anni. Non fare profitto non è certo condizione necessaria a creare valore sociale, a produrre beni e servizi di interesse collettivo. Per questo, nella definizione di ISS ci sembra rilevante

concentrare l'attenzione sull'output, sul che cosa viene "prodotto" e in quali condizioni, ovvero secondo quali criteri gestionali.

Meglio dunque provare a sdoganare l'attività a valenza sociale dal riferimento esclusivo al non profit, lasciando aperte le porte a nuovi soggetti imprenditoriali capaci di realizzare valore economico e sociale, nel rispetto di rigidi criteri di equità (gestione utile, remunerazione del capitale e del lavoro) e di responsabilità nei confronti di tutti gli *stakeholder*.

La domanda, solo apparentemente ingenua, che viene spontaneo porre è: perché un'attività a forte contenuto innovativo, in grado di produrre valore sociale aggiunto, non deve poter realizzare utile da reinvestire o da impiegare per ripagare adeguatamente (pur entro limiti e regole certe) chi ha sopportato il rischio di finanziare l'attività stessa? Questo passaggio potrebbe creare gli incentivi necessari a migliorare la performance sociale e ambientale di impresa, ma soprattutto a creare ambiti di innovazione, nuove professioni e nuove utilità.

Il *sociale profittevole* può essere una semplice suggestione, ma non è detto che un'attività ad esclusiva valenza sociale non sia in grado di generare un reddito superiore al costo dei fattori, anzi il rischio è che tale convinzione sia un elemento distorsivo e disincentivante. Il comportamento degli operatori potrebbe risentire del fatto che certe attività siano definite e debbano essere definite come non profittevoli, inducendo ad una gestione passiva e poco efficiente del denaro pubblico o raccolto grazie a donazioni. Superando la barriera culturale dell'iniquità del profitto, si può iniziare a guardare con più serenità e senso pratico alla questione del valore, economico e sociale. Anche un certo tipo di gestione manageriale può contribuire a trasformare l'attività, può aiutare a valorizzare risorse interne e soprattutto ad accrescere i flussi di risorse esterne necessarie alla crescita dell'impresa. Crescita, ribadiamo ancora una volta, non finalizzata alla massimizzazione del profitto quanto alla massimizzazione dell'utilità sociale in presenza di un vincolo di profitto, un livello minimo necessario alla remunerazione dei fattori principali, il lavoro degli addetti e il capitale investito nell'impresa.

Il dividendo che una quota societaria (azione) di un'impresa sociale potrebbe garantire, almeno dopo le prime fasi di avvio (*seed, star-up*), deve

essere inteso come interesse da corrispondere a fronte del rischio preso dall'investitore, non come rendita finanziaria dettata da comportamenti *profit seeking*. La sfida è però trovare il modo di contenere questo meccanismo che può risultare virtuoso solo entro certi limiti ragionevoli, solo contenendo la spinta alla ricerca del profitto come fine in sé. È necessario immaginare degli strumenti di controllo per regolare un mercato di flussi finanziari che alimenta non tanto un settore specifico quanto una tipologia di impresa che svolge attività ad elevato contenuto sociale.

Il punto cruciale diventa quindi quello di misurare la performance sociale, di trasformare una valenza intangibile in una tangibile, che diventi parte della remunerazione, del valore intrinseco dell'azione in termini finanziari.

Il *pricing* sociale, ovvero la definizione di un valore per le azioni di imprese quotate nella Borsa, diventa uno strumento fondamentale, il modo di stabilire un prezzo che rispecchi, con una valutazione ponderata delle variabili finanziarie e sociali, la capacità dell'impresa di creare valore. Il prezzo, in questo quadro, non è riferito solo alla capacità di distribuire dividendi e alla solidità finanziaria (le variabili reali (*economics*) alla base delle quotazioni di borsa), quanto un prezzo che sconti le reali potenzialità in termini di sostenibilità dell'attività a valenza sociale nel medio periodo. Un prezzo, quindi, che rispecchi anche il contributo al benessere sociale e ambientale che l'impresa sarà in grado di produrre negli anni.

L'investimento azionario o non azionario in una simile impresa rappresenta per il finanziatore l'opportunità di sostenere un progetto di business di lungo periodo e di contribuire, se pur indirettamente, al benessere della società producendo innovazione, utilità sociale e compatibilità ambientale. Questo non preclude la remunerazione in senso stretto ma è come se essa venisse spalmata su un arco temporale più ampio e scontata dell'impatto positivo sul contesto sociale.

Esiste certamente un problema da risolvere relativo al profilo rischio / rendimento. È evidente che la logica sottostante a questo indicatore finanziario non sia appropriata a realtà in cui il rendimento atteso sconta la produzione di valore sociale (ovvero è al netto del valore aggiunto in termini

sociale e ambientale) e il rischio è duplice: rischio economico-finanziario di fallimento dell'impresa, ma anche rischio "sociale" di non riuscire a far fronte alle attese relative all'obiettivo di interesse comune.

Se non si tiene conto di questo aspetto, e non si adottano misure più idonee per descrivere i profili di rischio/rendimento, l'assunzione di un rischio così elevato non potrà di certo essere bilanciato dal rendimento economico atteso. Si tratta di cambiare prospettiva e di adottare strumenti di analisi finanziaria che integrino gli aspetti - solo apparentemente intangibili- sociali e ambientali legati alla gestione ma soprattutto all'attività caratteristica. La valutazione di impresa diviene un'attenta ponderazione dei rischi presenti e delle opportunità future legate all'offerta di certi beni e servizi, che tiene conto allo stesso modo delle variabili fondamentali e del valore sociale generato.

L'idea è che la sostenibilità crei comunque valore nel lungo periodo, che le ISS abbiano prospettive più interessanti, pur in presenza di rischi e difficoltà nelle fasi di avvio. Il mercato sta vivendo una trasformazione, se pur ancora limitata, che porta in direzione di una maggiore consapevolezza di alcuni fattori fondamentali e imprescindibili per fare attività imprenditoriale: trasparenza, *governance*, *corporate social responsibility*, compatibilità ambientale, vincoli ambientali, accettabilità locale, cittadinanza di impresa. Questi elementi, fino a pochi anni fa non avevano alcun valore di mercato, ovvero non erano considerate appetibili e interessanti per il mondo delle imprese tradizionali e degli investitori. Oggi questi stessi settori a forte valenza sociale e ambientale sono diventati remunerativi, cioè permettono di creare valore sociale e valore economico.

4.1 Come regolare l'accesso alla Borsa Sociale

A ben vedere, affermando che non è alla natura giuridica dell'impresa che occorre guardare per determinare il suo scopo sociale, abbiamo solo aggirato un problema definitorio che, in un modo o nell'altro, si pone: su quali basi ammettere, allora, l'accesso alla Borsa Sociale? Senza reinventare la ruota, guardiamo a quello che richiedono le piazze finanziarie tradizionali: esse pongono, ovviamente, alcuni requisiti formali; ma non sono questi che

davvero rendono un soggetto eligibile o meno. In verità, il sistema si regge essenzialmente su due fattori: in prima battuta, sulla fiducia nei confronti dei soggetti che affiancano l'impresa nel processo di quotazione; a regime, sul rispetto da parte dell'emittente delle regole del gioco. In entrambi i casi, si tratta di requisiti di processo più che di contenuto.

Più ancora che a definire le caratteristiche dell'ISS, occorre innanzitutto prestare attenzione alla qualifica degli sponsor, cioè un soggetto che, come stabilito da Borsa Italiana¹⁶, "collabori nell'assolvimento degli impegni connessi con l'ammissione alla quotazione e che svolga funzioni di garante in merito al profilo qualitativo dell'emittente stesso"¹⁷. Poiché gli investitori non hanno la possibilità materiale né men che meno la voglia di verificare che le imprese che vengano portate sul mercato abbiano tutti i numeri per farlo, devono fidarsi di chi ce le porta. Il successo di un collocamento dipende in buona misura dalla credibilità dello sponsor. Certo, la fiducia si crea quando comportamenti corretti vengono mantenuti nel tempo, cioè quando il mantenimento degli impegni assunti si trasforma e si cementa nella reputazione. All'inizio, il rischio è maggiore. Questo non significa che oggi non esistano soggetti che hanno *già* accumulato un capitale di reputazione in ambiti laterali a quello di cui stiamo trattando e che possano spenderlo nell'esercizio di questa delicata funzione. Il cui obiettivo è quello di accertare la capacità dell'impresa di creare effettivamente valore ambientale e sociale in misura sufficiente a sollecitare l'attenzione degli investitori. Ciò significa comprendere le valenze ambientali e sociali del mercato in cui si colloca l'ISS e valutare la potenzialità di generare valore sociale aggiunto – non in astratto, ma per il modo in cui gestisce la propria attività specifica.

16

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Sponsor>

¹⁷ Un'altra figura simile, per certi versi più vicina a quella cui ci riferiamo nel testo, è quella dello Specialist Nominated Advisor (NOMAD), prevista nella procedura di quotazione all'Alternative Investment Market (AIM), il mercato dedicato dalla borsa di Londra alle piccole imprese con elevati tassi di crescita. Il NOMAD, soggetto accreditato presso la Borsa, che ne mantiene un registro, certifica la qualità dell'impresa ed è in parte responsabile della valutazione verso il mercato. L'impresa deve mantenere durante tutto il periodo di quotazione il rapporto col NOMAD, il quale garantisce la permanenza dei requisiti necessari.

Paradossalmente, perciò, è più importante stabilire regole per gli sponsor e per la procedura di quotazione che arrovellarsi in un'impossibile definizione *a priori* di ISS. Questi soggetti dovranno essere dotati di raffinate capacità di analisi e di processi interni strutturati e verificabili.

Una volta arrivata alla quotazione, in teoria è il mercato a dover valutare se le promesse possono essere e sono effettivamente mantenute. Così, come nei mercati finanziari ci sono analisti e broker che propongono studi e previsioni, sulla base (o a prescindere) dei quali gli investitori fanno le proprie scelte, così immaginiamo possa funzionare, *mutatis mutandis*, per la Borsa Sociale. Il mancato raggiungimento da parte dell'ISS degli obiettivi sociali dichiarati al momento della quotazione dovrà rappresentare un elemento a carico dello sponsor che l'ha portata sul mercato. E questa circostanza dovrebbe portare ad un progressivo allontanamento degli sponsor meno qualificati (perché le ISS migliori non vorranno essere associate, in un momento delicato come la quotazione, ad un soggetto poco reputato) e al raffinamento delle capacità di analisi delle agenzie meglio attrezzate.

Quanto sopra esprime una forte e forse immeritata fiducia nei meccanismi di mercato. Sia essa ben riposta o meno, l'alternativa è più rischiosa: se le ISS fossero infatti qualificate sulla base di requisiti ad esse riferiti, è più probabile che di essi venga data un'interpretazione puramente formale e ne venga fatto un utilizzo strumentale. Un qualsiasi indicatore vale nella misura in cui un soggetto esperto è in grado di leggerlo e di darne una propria interpretazione qualificata. L'esperienza ci mostra infinite situazioni in cui uno stesso dato, preso acriticamente, può corrispondere a situazioni e realtà ben diverse tra loro: se è possibile ingannare i mercati attraverso una manipolazione dei dati economici (considerati "oggettivi"), figuriamoci che cosa succederebbe coi dati "sociali".

5. L'oggetto della transazione

La Borsa Sociale o un mercato regolamentato avrebbe la funzione di accompagnare la crescita organizzativa e dimensionale delle ISS, migliorandone la gestione, le prospettive e la redditività. L'idea è che la

borsa possa svolgere anche una funzione di incubatore, ovvero di assistenza a ISS appena nate o altre, già affermate, che intendano aumentare il proprio volume di affari. A seconda della fase di crescita in cui si trova l'impresa (*seed, start-up, early stage, mature*), la borsa potrebbe offrire diverse soluzioni di finanziamento o investimento in grado di soddisfare le esigenze dei soggetti coinvolti nella transazione. Un po' come se, all'interno di questa borsa, vi fossero delle traiettorie evolutive delle singole imprese lungo le quali diverse tipologie di investitori tendono a collocarsi.

In questo modo, la Borsa potrebbe servire anche imprese non profit o imprese sociali con vincoli sulla distribuzione degli utili, così come imprese incapaci di realizzare un utile nelle fasi di avvio dell'attività. Questo grazie all'investimento iniziale di alcuni soggetti in grado di offrire *patient capital*, ovvero un sostegno finanziario non legato obbligatoriamente ad una massima remunerazione. L'investitore, in questo caso, è interessato a sostenere l'impresa migliore capace di realizzare una particolare missione sociale cui risulta sensibile, anche rinunciando a parte del capitale investito o posticipandone la restituzione. Il punto importante è il meccanismo di selezione che stimola comportamenti virtuosi tra imprese simili, generando un miglioramento complessivo delle performance socio-economiche.

Nelle fasi successive di vita dell'impresa, il tipo di investitori tenderà a mutare, ovvero le imprese al crescere della loro struttura e della loro redditività inizieranno ad attrarre finanziatori in cerca di rendimento (se pur nel medio periodo) oltre che di valore sociale. Ovviamente le imprese più mature, capaci di offrire rendimento economico e valore sociale (*social return*) saranno le più ambite, e come tali avranno quotazioni di borsa elevate e forse non accessibili a tutti gli investitori.

Nei diversi segmenti di mercato, corrispondenti alle fasi di crescita delle imprese, verrebbero scambiati titoli, prodotti di investimento e quote societarie. Come si può intuire, l'oggetto della transazione potrebbe essere di varia natura, ma possiamo concentrare l'attenzione su alcune tipologie principali: *patient capital (loans), social equity, equity-like capital, bond, convertible bond*.

Il *patient capital* si traduce in un investimento finanziario a lungo termine con delle condizioni che non richiedono un rimborso immediato del capitale. La struttura del prestito è variabile e può prevedere la non restituzione di una quota. Come abbiamo visto questo tipo di investimento è necessario per imprese che si trovano ancora in una fase iniziale o che stanno effettuando il "passaggio" dal non profit al profit.

L'*equity-like capital* è uno strumento finanziario particolarmente interessante per questo tipo di mercato che ha caratteristiche sia delle azioni che dei titoli di debito. Come nelle azioni (equity), gli investitori partecipano al rischio di impresa, ad esempio ricevendo il pagamento di interessi che crescono al crescere degli utili, ma la remunerazione finanziaria è sottomercato in quanto sconta il *social return*. Gli investitori concedono dei prestiti a lungo termine (5–7 anni), sono coinvolti nelle attività dell'impresa e in caso di liquidazione, i loro diritti sono subordinati a quelli dei finanziatori. La differenza rispetto all'equity tradizionale è che non vi è cessione di quote azionarie, fattore che supera uno dei limiti più significativi all'ingresso delle imprese sociali di medio-piccole dimensioni nei mercati dei capitali, ovvero il rischio di perdere il controllo sul valore sociale prodotto dall'attività.

Nel caso dei bond (titoli di debito), l'investitore non mette a disposizione un capitale di rischio, ma un prestito su cui esige degli interessi. L'emissione di obbligazioni è un'operazione con la quale la società richiede al mercato mezzi finanziari che è obbligata a restituire; gli obbligazionisti hanno la precedenza per la restituzione del capitale rispetto ad ogni gruppo di soci. Questo strumento può essere impiegato nei casi di imprese mature che hanno consolidato il proprio business a valenza sociale, capaci di garantire interessi e rimborso del debito contratto. Per natura, questo tipo di investimento può soddisfare esigenze di investitori sensibili ai temi sociali e ambientali, ma allo stesso tempo avversi a profili di rischio troppo elevati.

Esistono poi i bond convertibili che attribuiscono all'obbligazionista la facoltà di convertire la posizione di creditore in quella di socio. All'atto dell'emissione di tali obbligazioni, viene fissato il rapporto di cambio tra

obbligazioni e azioni che consente di stabilire quante azioni spettano per ogni obbligazione. In questo modo il passaggio da un fase all'altra nell'attività di imprese potrebbe essere meno traumatico, nel senso che a fronte di un investimento esterno iniziale si promette l'apertura in futuro della compagine sociale. Nel frattempo l'impresa può consolidare la propria organizzazione, il proprio business ed acquisire la dimensione di public company.

Ovviamente, si tratta solo di alcuni spunti da cui avviare una riflessione e uno studio sugli strumenti più idonei da considerare in un'ipotetica Borsa Sociale. Nulla vieta in questo primo sforzo creativo di immaginare anche nuovi strumenti che siano in grado di soddisfare al meglio le esigenze di imprese e investitori con caratteristiche particolari. Ciò che più conta in questa fase è riuscire a cogliere i limiti e le inerzie nelle trasformazioni in atto e in quelle che auspichiamo, in modo da identificare possibili soluzioni e opportune regolamentazioni.

6. Ipotesi per un percorso

Creare davvero una Borsa Sociale non è cosa da poco. Già un esercizio teorico che riesca a mettere in fila tutte le questioni aperte (e già sotto questo profilo sentiamo l'inadeguatezza di questo contributo) e prefigurare alcuni percorsi possibili (tentativo in cui solo in parte ci siamo cimentati) rappresenta una sfida intellettualmente non facile. Passare all'azione può sembrare quasi temerario. Il punto è che, a nostro avviso, il bisogno è reale e non ci si può fermare di fronte al fatto, peraltro vero, che la soluzione è difficile. Naturalmente, occorre mettere a fuoco alcuni passaggi: una più dettagliata analisi della situazione, la condivisione dei risultati con tutti i soggetti interessati e la creazione di un consenso attorno ad un piano di lavoro. Non è questa la sede per elaborare un business plan. Piuttosto, appare utile approfondire un ultimo aspetto di non poco conto, cioè se, al fine di promuovere la creazione della Borsa Sociale, convenga adottare un approccio normativo, basato su un ruolo forte dei soggetti pubblici o viceversa stimolare un'iniziativa prevalentemente privata. Un po' per indole,

un po' per ragioni pratiche, propendiamo per la seconda alternativa – e ne spieghiamo i motivi.

In primo luogo, è fondamentale che l'iniziativa venga percepita come propria dai soggetti destinati ad operarvi. Se fosse, invece, sentita come risultato di una spinta esogena rispetto al sistema, probabilmente risulterebbe destinata al fallimento. In altre parole, il processo dal basso è la garanzia del fatto che gli attori in gioco sono convinti dell'utilità dello strumento e decidono di fare la propria parte. Il che, a ben vedere, è l'essenza del principio di sussidiarietà.

La seconda e non meno importante ragione è legata alla maggior flessibilità di un meccanismo basato sull'accordo degli attori. Non c'è dubbio che ci si trovi di fronte ad un fenomeno in rapido e continuo cambiamento. La stessa definizione delle caratteristiche delle imprese sociali candidate alla quotazione è mutevole e male si presta alle rigidità della formula legale.

In ogni caso, un progetto di Borsa Sociale dovrebbe coinvolgere il maggior numero possibile tra i soggetti candidati ad averci poi a che fare e quindi i rappresentanti delle imprese, degli investitori, degli intermediari e dei facilitatori.

La nostra conclusione è che, quindi, la proposta di una Borsa Sociale contenga elementi di grande valore sul piano sia culturale che istituzionale: contribuirebbe al rafforzamento e alla crescita di un'economia le cui caratteristiche sono più consone al raggiungimento di un modello di sviluppo sostenibile; innescherebbe un processo imitativo nell'impresa capitalistica, limitando le pratiche più dannose sul piano ambientale e sociale; rafforzerebbe nei decisori politici la convinzione che problemi sociali possano essere affrontati e risolti in modo diverso rispetto all'incentivo alla crescita *tout-court* e alla successiva redistribuzione.

Un effetto collaterale, ma non meno importante, è rappresentato dalla necessità indotta da un evoluto mercato dei capitali di promuovere la selezione di una scuola manageriale specializzata nella gestione di ISS. Non c'è dubbio, infatti, che occorra creare nuove figure professionali, capaci di far sintesi del buono che si trova nell'esperienza dell'impresa capitalistica e di quella del non profit.

Come sempre, le istituzioni da un lato sono la rappresentazione di un "sentire sociale", dall'altro contribuiscono a formarlo. Esse sono, al contempo, l'effetto e la causa del cambiamento. Il compito dei pionieri è quello di innescare i circoli virtuosi. Nel nostro Paese non mancano le energie e le risorse necessarie per farlo. Speriamo ci siano persone in grado di attivarle.