

Parte Sesta

Il finanziamento dell'impresa sociale

Capitolo IX

Proposte in tema di finanziamento dell'impresa sociale.

Sommario.

1. I problemi: sottocapitalizzazione e inefficienza.
 - 1.1. Difficoltà nell'accesso al capitale e rigidità delle *NPO*.
 - 1.2. I modelli alternativi.
 - 1.2.1. *Supply side*. Proposte inerenti il capitale di rischio e il capitale di debito.
 - 1.2.2. *Demand side*. I buoni e i titoli.
2. Le risposte.
 - 2.1. Elementi desumibili dal modello del socio sovventore nelle cooperative.
 - 2.2. L'impossibilità del socio sovventore nelle *NPO*.
3. La proposta: la sottoscrizione di un capitale di debito "forte" da parte di finanziatori esterni.
 - 3.1. Debito e partecipazione all'ente.
 - 3.2. I poteri di controllo del finanziatore.
 - 3.2.1. La remunerazione del capitale.
 - 3.2.2. Incompatibilità tra la qualità di socio e quella di finanziatore.
 - 3.2.3. Estraneità del finanziatore alla gestione.
 - 3.2.4. Il controllo dell'investitore.
 - 3.2.5. Meccanismi di tutela e circolazione dell'investimento.

1. I problemi: sottocapitalizzazione e inefficienza.

1.1. Difficoltà nell'accesso al capitale e rigidità delle *NPO*.

Se si vuole dotare l'impresa sociale di caratteristiche competitive con le forme giuridiche societarie, si pone con urgenza il problema del *finanziamento* degli enti non lucrativi: essi infatti, a paragone delle corrispondenti organizzazioni *for profit*, presentano alcuni connotati tipici che indubbiamente appaiono penalizzanti.

In particolare:

- i) sono fisiologicamente sottocapitalizzati, in quanto possono fare appello in maniera molto limitata al *capitale di rischio*;
- ii) hanno accesso al *capitale di debito* a condizioni più onerose e problematiche rispetto agli enti a scopo di lucro;
- iii) hanno ridotti stimoli al contenimento dei costi di gestione e all'innovazione tecnologica;
- iv) sono privi di adeguati strumenti di diversificazione del rischio.

Questi limiti si riflettono in modo pesante sull'assetto finanziario delle *Non Profit Organizations*, le quali presentano una forte *rigidità* strutturale, con notevoli difficoltà a modificare il livello degli investimenti. L'incapacità di reagire con prontezza alle variazioni del mercato si traduce nella difficoltà:

- a) di accumulare capitali in presenza di una domanda crescente;
- b) di ridurre gli investimenti in caso di diminuzione della domanda.

In sostanza, anche producendo servizi a costi minimi, gli enti *non profit* possono trovarsi a produrne in quantità eccessiva, o, viceversa, troppo ridotta [H. HANSMANN, *The Ownership of the Enterprise*, Cambridge (Ma), 1996, 240]: quali sono le *cause* di questi fenomeni?

a) In caso di improvviso *aumento* della domanda di servizi in un settore ove siano presenti enti *non profit* e strutture di tipo lucrativo (ad es., la sanità negli U.S.A.), si può notare che i primi, sia in termini di ingresso di nuove imprese sul mercato che di crescita di quelle esistenti, si espandono in misura molto minore delle altre [v. H. HANSMANN, *The Effect of Tax Exemption and Other Factors on the Market Share of Nonprofit versus For Profit Firms*, 15 *Nat'l Tax J.* 71 (1987)]; ciò è dovuto proprio alla necessità delle *Non Profit Organizations* di finanziarsi attraverso il debito, le donazioni e gli utili non distribuiti, fonti di capitale sicuramente meno flessibili, in termini di risposta agli stimoli del mercato, rispetto al capitale di rischio;

b) in caso di *diminuzione* della domanda le imprese gestite da enti non lucrativi, proprio perché non devono retribuire il capitale netto di cui dispongono (ovvero, quello acquisito attraverso gli utili trattenuti e le oblazioni, al netto della restituzione dei finanziamenti), hanno incentivi a ridurre gli investimenti di gran lunga inferiori rispetto alle corrispondenti attività *for profit*: anche in assenza di sussidi diretti o indiretti (quali, ad es., vantaggi fiscali), quindi, un'impresa *non profit* può operare sulla scala corrente, almeno finché avrà entrate tali da compensare la svalutazione del capitale, mentre qualunque entrata che superi tale soglia, anche se *inferiore* al ritorno ottenibile dagli investimenti sul mercato finanziario, consentirà addirittura di espandere l'attività.

A ciò bisogna aggiungere che gli amministratori degli enti non lucrativi, i quali:

- i) non hanno interessi proprietari nell'ente;
- ii) non rispondono ad azionisti interessati ai mancati guadagni;
- iii) possono anche condividere (e spesso, in effetti, condividono) personalmente la finalità altruistica perseguita dall'ente con l'esercizio dell'attività,

hanno forti incentivi a *evitare* la liquidazione, in tutto o in parte, dell'impresa ed anzi tendono a mantenerla su un livello di investimenti che è il più alto possibile, indipendentemente dagli utili prodotti.

Il risultato è che le dinamiche concorrenziali che normalmente operano sulle imprese inefficienti, determinandone il ridimensionamento o il fallimento, esercitano invece un'azione assai modesta sulle imprese *non profit*, le quali, nei casi in cui un'impresa lucrativa deve ridurre la scala della produzione o uscire dal mercato, possono invece sopravvivere e perfino espandersi [numerosi sono gli esempi in tal senso che vengono dagli Stati Uniti: cfr. H. HANSMANN, *The Ownership of the Enterprise*, cit., 241]: in pratica, anche il capitale investito nelle imprese *non profit* sembra subire un effetto di "lock-in".

Altri elementi di inefficienza sono dati:

a) dalla scarsa propensione al *rischio*, che spinge le imprese non lucrative, in assenza di particolari sussidi, a essere presenti quasi esclusivamente in settori ove il rischio imprenditoriale si presenta in forme molto attenuate (ad es., l'educazione, o l'assistenza sanitaria). Anche in questo caso le ragioni sono molteplici:

- i) l'assenza di *capitale di rischio*, che impedisce da un lato di puntare su progetti d'investimento potenzialmente assai redditizi, ma meno sicuri di altri, dall'altro di diversificare il rischio sul mercato finanziario;
- ii) il fatto che, come si è visto, le fluttuazioni del mercato colpiscono solo marginalmente l'impresa non lucrativa;
- iii) l'inusuale (rispetto alle società lucrative) autonomia del *management*, già di per sé portatore di una logica di scarsa propensione al rischio, che qui è addirittura favorita dall'assenza di una classe di azionisti cui rendere conto;

b) dalla possibilità che, attraverso fenomeni di *cross-subsidization*, un reddito efficientemente prodotto attraverso l'attività imprenditoriale venga poi impiegato per finalità obsolete o inefficienti. Ciò può avvenire, ad es., quando un'impresa *non profit* che valuta diversamente, in termini di utilità, le quantità dei diversi prodotti o servizi ceduti sul mercato, determina il prezzo e la quantità totale dell'*output* secondo criteri di massimizzazione (non del profitto, ma appunto) dell'utilità rispetto alle finalità perseguite.

Alcune risposte a tali fenomeni, che pure emergono dalla recente disciplina, tendono ad agire piuttosto sugli *effetti* che non invece sulle *cause* che li determinano: tuttavia, una proposta che non tenesse

in debita considerazione gli aspetti menzionati rischierebbe di accentuare le patologie tipiche del terzo settore.

Esemplariamente, l'introduzione di un regime fiscale di favore può forse contribuire a risolvere i problemi di capitalizzazione, ma certamente determina significativi effetti distorsivi, in quanto:

- i) l'impresa *non profit* si avvantaggia ingiustificatamente del beneficio fiscale nella competizione con l'impresa *profit*;
- ii) vengono ad essere ulteriormente depressi gli stimoli all'efficienza nella gestione.

La premessa da cui bisogna muovere è, invece, che una situazione di concorrenza tra enti lucrativi e non lucrativi debba avere come presupposto il fatto che le regole che disciplinano l'impresa siano le medesime.

In questa prospettiva, una prima proposta è quella di uniformare le regole che si rivolgono all'impresa, nel senso di non distinguere tra casi in cui il centro di imputazione è un ente *profit* dai casi in cui, invece, è un ente *non profit*.

Si è ritenuto quindi opportuno concentrare l'attenzione su due diversi modelli, che mirano a favorire, rispettivamente sul piano della *domanda* e su quello dell'*offerta*, la *capitalizzazione* dell'impresa e al contempo ad incrementare l'*efficienza* nella gestione degli enti senza scopo di lucro.

1.2. I modelli alternativi.

1.2.1. *Supply side*. Proposte inerenti il capitale di rischio e il capitale di debito.

a) Attraverso un modello di finanziamento "partecipativo" può divenire possibile investire nell'impresa sociale nella forma del *capitale di rischio* e ottenere un ritorno propriamente economico. L'ente senza scopo di lucro dovrà in questo caso essere "appetibile", ovvero in grado di assicurare (almeno in prospettiva) un'adeguata remunerazione; al tempo stesso, la tutela dell'investitore verrebbe affidata prevalentemente alla titolarità di diritti di *controllo* sulla gestione, correlati a corrispondenti *doveri fiduciari* gravanti sugli amministratori a presidio delle aspettative creditorie.

Per evitare fenomeni distorsivi è comunque possibile ipotizzare:

- i) che i sovventori possano a loro volta essere esclusivamente *non profit*, impedendo così la nascita di gruppi "misti", ove siano reciprocamente collegati enti dalle finalità diverse. Il rischio di inquinamento delle finalità non lucrative è infatti tale che negli U.S.A. si è addirittura sostenuta [B.A. WEISBROD, *The Nonprofit Economy*, Cambridge (Ma), 1988, 164] la necessità di proibire per legge fenomeni di "*interlocking directorate*" (ovvero, di sottoposizione di enti altruistici e società *for profit* al medesimo *management*), che renderebbero troppo facile la possibilità di abuso della forma non lucrativa;
- ii) che la partecipazione dell'investitore all'organizzazione si limiti, appunto, a un *controllo*, che potrà eventualmente anche essere *diretto* (ad es., attraverso l'elezione di rappresentanti negli organi di controllo o in quello amministrativo), ma senza mai arrivare alla diretta partecipazione all'ente dei finanziatori in qualità di "soci di capitale".

b) Sul piano del *capitale di debito*, è invece possibile immaginare che l'ente *non profit* venda sul mercato titoli che assicurino un determinato rendimento, eventualmente compensando l'eventuale scarto rispetto al tasso di rendimento degli investimenti speculativi con il connotato "etico" dell'operazione: in proposito non sono mancate, negli U.S.A., ricerche di mercato dalle quali è emerso che un considerevole numero di persone sarebbe disposto ad accettare tassi di interesse inferiori a quelli di mercato nel caso che i finanziamenti venissero utilizzati per scopi altruistici [B.A. WEISBROD, *op. cit.*, 90].

Ove si volesse, tuttavia, ricorrere alla disciplina dettata dal codice civile in tema di obbligazioni societarie, si porrebbero gravi problemi di compatibilità, in termini ancora più rilevanti di quanto già non avvenga per le *società cooperative*, da ultimo ammesse (con l'art. 58 della l. 1998/448, modificato dall'art. 36 d.lgs. 1999/342) alla raccolta di titoli obbligazionari.

La difficoltà di adattare al fenomeno mutualistico le disposizioni dettate dagli artt. 2410 ss. c.c. induceva infatti in passato la maggioranza degli interpreti a negare la liceità di emissioni obbligazionarie da parte di cooperative, e tuttora (in virtù del richiamo alle disposizioni degli artt. 2411 ss. "in quanto compatibili") suggerisce una verifica analitica dell'applicabilità della relativa disciplina [G. MARTINA,

L'emissione di obbligazioni da parte delle società cooperative, in *Riv. dir. civ.*, 1999, 511], soprattutto in ordine:

- i) all'intrinseca variabilità del capitale sociale nelle cooperative;
- ii) al fenomeno delle obbligazioni convertibili (e al connesso diritto di opzione per i soci).

Se per le cooperative, che condividono in larga parte la struttura delle società di capitali, sembra però sufficiente un adattamento la disciplina codicistica, la peculiarità dell'assetto organizzativo delle *Non Profit Organizations* richiede invece di affrontare le questioni poste da un'eventuale emissione di obbligazioni con un approccio radicalmente diverso, che:

- i) escluda qualunque forma di convertibilità dei titoli in partecipazioni al capitale (o, comunque, all'organizzazione degli enti *non profit*), garantendo tuttavia la tutela delle aspettative creditorie [la soluzione che si propone è illustrata nel par. 3, spec. sub lett. b) e d)];
- ii) consenta, senza pregiudicare il perseguimento delle finalità proprie dell'ente, di fornire adeguate garanzie agli investitori. L'operazione di emissione potrebbe, in ipotesi, essere garantita non dall'immobilizzazione nel patrimonio dell'emittente, ma da soggetti terzi (quali, ad es., i fondi per il volontariato o altri enti *non profit*), eventualmente realizzando un'*asta* tra gli interessati.

1.2.2. *Demand side. I buoni e i titoli.*

a) Una prima ipotesi è rappresentata dall'attribuzione, attraverso la mano pubblica, di "buoni" (*vouchers*) che i soggetti meritevoli o bisognosi possano spendere presso enti determinati (ad es., associazioni di volontariato, Onlus).

b) La seconda ipotesi è rappresentata dalla possibilità che l'ente *non profit* venda titoli rappresentativi di prestazioni ai consumatori (ma anche a soggetti pubblici, quali i fondi per il volontariato), che in questo caso "scommettono" sulla qualità delle future prestazioni dell'ente. L'acquisto delle obbligazioni dovrebbe essere reso fiscalmente deducibile da parte dei soggetti meritevoli o bisognosi.

2. *Le risposte.*

2.1. *Elementi desumibili dal modello del socio sovventore nelle cooperative.*

L'esperienza del socio sovventore nelle cooperative rappresenta un punto di riferimento estremamente utile e significativo, anche perché ha rappresentato una risposta a problemi per molti aspetti analoghi a quelli appena evidenziati: a questo riguardo, tuttavia, possono derivarsi sia motivi di adesione sia ragioni per rigettare quel modello.

Analizziamo le ragioni che inducono a ritenere non immediatamente esportabile questa esperienza agli enti senza scopo di lucro.

Intanto, il modello cooperativo, primaria espressione del fenomeno della *mutualità*, definisce fondamentalmente un sistema di *integrazione economica*, da cui derivano significative conseguenze che ne distinguono in maniera evidente la disciplina da quella degli enti senza scopo di lucro:

- i) *gestione di servizio*, ovvero una reciprocità di prestazioni tra i soci che, esprimendosi nella formazione di rapporti giuridici distinti da quello sociale, consente a ciascuno l'acquisizione di utilità strumentali alla soddisfazione di identici bisogni;
- ii) struttura organizzativa *comune*, ma finalizzata alla soddisfazione di scopi *egoistici*.

Il connotato dell'integrazione economica sembra accomunare anche il socio cooperatore e il socio sovventore, rendendo i loro interessi sostanzialmente convergenti, come potrebbe apparire dal fatto che:

a) la remunerazione del socio sovventore si determina in relazione alla remunerazione del socio cooperatore;

b) non esiste una distinzione nitida tra socio sovventore e socio cooperatore in termini di identità soggettiva.

In realtà, nonostante le molte resistenze sviluppate in dottrina, è necessario sottolineare che il socio cooperatore e il sovventore perseguono interessi *diversi*, poiché il secondo ha esclusive finalità di carattere *capitalistico-lucrativo*: non si può infatti, come è stato fatto in relazione alle mutue assicuratrici [A. GAMBINO, *Le mutue assicuratrici*, in *Giur. comm.*, 1991, I], diluire la distinzione tra capitale vero e proprio e fondi di garanzia alla cui formazione sono destinati i contributi dei sovventori, configurando quindi questi ultimi quali soci che effettuano conferimenti da utilizzare per la creazione di un capitale sociale fisso.

E' invece opportuno ricondurre il rapporto di sovvenzione a un *finanziamento* piuttosto che a un conferimento, ricordando che:

a) l'applicazione di talune norme del diritto societario è imposta (non dalla sostanza del rapporto stesso, ma) da una norma di rinvio [la cui presenza, anzi, rende palese la diversità di posizioni tra le due categorie di soci: nello stesso senso, A. BASSI, *Le società cooperative*, Torino, 1995];

b) che, altrimenti, bisognerebbe arrivare a riconsiderare la tradizionale qualificazione della cooperativa quale contratto con *comunione di scopo* (non a caso, alcuni sono stati indotti dalla presenza di questa particolare categoria di soci a definire come "mista" la causa propria del contratto cooperativo).

Questa soluzione, sebbene autorevolmente criticata [G. OPPO, *Finalità mutualistiche e carattere lucrativo nelle società cooperative*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle società cooperative*, Padova, 1993], consente di intendere le somme cui il socio sovventore ha periodicamente diritto come *remunerazione*, la quale, pur prelevata dagli utili netti, non assume quindi la natura di dividendo, ma di interesse (e, non a caso, non è sottoposta, a differenza dei dividendi azionari, alla discrezionalità dell'assemblea). Anche la liquidazione delle quote o delle azioni dei sovventori (art. 4, co. 6, l. 59/92) va così interpretata come *rimborso*, e non come liquidazione in senso tecnico, che è postergato rispetto ai crediti societari, ma può precedere la liquidazione degli altri soci.

2.2. L'impossibilità del socio sovventore nelle NPO.

Nel caso fosse prevista una figura analoga al socio sovventore nell'ente senza scopo di lucro, questo si troverebbe quindi in una situazione di istituzionale *conflitto di interessi* con il socio ordinario, in quanto portatore di una filosofia radicalmente diversa:

a) l'associato vuole infatti massimizzare l'*output* o il livello qualitativo delle prestazioni, atteso che non ha aspettative di un ritorno economico;

b) il finanziatore vuole (quantomeno) preservare la possibilità di restituzione del proprio capitale, per quanto rinviata al momento dello scioglimento.

Infine, il regime dell'imputazione del *risultato* nella cooperativa e nell'ente *non profit* è diverso: nella prima si riflette immediatamente nel patrimonio del singolo, per effetto di un'asimmetria rispetto ai valori di mercato; nel secondo, l'imputazione del risultato avviene a livello collettivo ed è paradigmaticamente esclusa qualsiasi remunerazione del conferimento.

La differenza ha una serie di ricadute rappresentabili in questi termini:

a) il conflitto *agent/principal* si manifesta in modo radicalmente diverso nelle cooperative e negli enti senza scopo di lucro.

Mentre nelle cooperative, infatti, il controllo della gestione viene attuato in modo del tutto simile alle società di capitali (è affidato, cioè, ai proprietari-soci), il *non profit* si sviluppa proprio nei casi in cui i costi necessari per un efficace controllo del *management* risultano eccessivi per l'unica classe di *patrons* cui potrebbe essere assegnata la proprietà dell'impresa, ovvero coloro i quali, in virtù della presenza di asimmetrie informative, scontrerebbero altrimenti costi di contrattazione proibitivi: essi preferiscono quindi affidarsi a un'impresa "senza proprietari", ove il controllo sugli amministratori sia sostituito dal rispetto del *non distribution constraint* e dei correlati doveri fiduciari.

b) le figure dei soci, del *management* e dei creditori sono portatori di interessi che si atteggiavano diversamente.

L'affermazione, di per sé evidente ove i *patrons* rimangano estranei alla gestione dell'ente (è il caso, ad es., del tradizionale modello della fondazione), può apparire contraddittoria nel caso delle c.d. "mutual NPO", nelle quali essi, eleggendo gli amministratori, detengono un potere effettivo di controllo che sembra avvicinare la loro posizione a quella dei soci di una cooperativa.

In questi casi, tuttavia, la distinzione tra i due modelli permane, anche se va ricercata in altri elementi, e precisamente [cfr. H. HANSMANN, *op. ult. cit.*, 242]:

i) nella presenza del vincolo di non distribuzione degli utili (che nelle cooperative, attraverso diverse modalità, vengono invece di fatto imputati al patrimonio dei soci);

ii) nell'essere il modello non lucrativo teso ad ovviare possibili carenze di qualità dell'*output* (altrimenti non verificabili dai *patrons*, i quali scontano la sussistenza di asimmetrie informative), mentre la scelta della cooperativa vuole essere un rimedio al prezzo eccessivo del prodotto sul mercato;

iii) nella natura eterogenea dei *patrons* di un ente *non profit*, non tanto in termini di servizi ricevuti dall'impresa, quanto di pagamento dei servizi stessi (gli enti non lucrativi, infatti, attuano di norma politiche più o meno volontarie di discriminazione dei prezzi tra i finanziatori, che in assenza del *non distribution constraint* aprirebbero enormi spazi di conflitti per l'acquisizione del controllo dell'ente).

L'esame di tali differenze impone quindi di verificare se e in che termini la presenza di un socio sovventore in un ente non lucrativo (anche in presenza di regole che, come avviene nelle cooperative, ne limitino il ruolo e l'incidenza) alteri la fisionomia degli enti non lucrativi, nei quali, almeno tendenzialmente, ciascuno modula liberamente la propria presenza e partecipazione (diversamente da quei contesti, qual è la cooperativa, in cui i soci sono interessati ad un ritorno *egoistico*).

L'ente *non profit*, per il fatto stesso di avere un connotato non lucrativo, comunica all'esterno che la qualità e la quantità dell'*output* non sono sacrificate alla remunerazione del conferimento.

Proprio perché colma in questo modo un'asimmetria informativa, l'ente *non profit* si finanzia:

i) attraverso nuove adesioni;

ii) raccogliendo donazioni (il donante si affida perché non sa e non può controllare la destinazione della somma che versa);

iii) commercializzando prodotti che hanno una particolare vocazione sociale (si è disposti a pagare di più le prestazioni in quanto si sa che il ricavato andrà alle finalità statutarie dell'ente).

L'introduzione di un "socio finanziatore" (come detto, in conflitto di interessi con i soci) può avere un effetto negativo in termini di comunicazione con i terzi: come è noto, la caratteristica primaria del *non profit* (il *non distribution constraint*) non consiste infatti nell'assenza di profitti *tout court*, bensì nel divieto di distribuirli a chi controlla l'organizzazione.

E' indubbio che sia possibile tentare di risolvere taluni dei problemi accennati in termini di disciplina imperativa (regolando il conflitto di interessi, la misura della partecipazione, etc.); resta comunque il fatto che una partecipazione al capitale di rischio *debole* rischia di essere estremamente rigida, in quanto tale rigidità rappresenta una condizione necessaria per non trasmettere un'immagine negativa all'esterno (ad es., per iscriversi ad un'associazione pacifista nella quale c'è quale socio sovventore un produttore di armi bisogna essere sufficientemente certi che quest'ultimo abbia un'influenza limitata nell'assunzione di decisioni collettive).

Fermo restando che la premessa su cui si lavora è la *credibilità* della partecipazione del sovventore, si deve ritenere che, per le ragioni esposte, essa vada inoltre fisiologicamente subordinata al *gradimento*, come peraltro può essere previsto anche nelle cooperative.

La presenza di tutti questi vincoli finirebbe tuttavia, in ultima analisi, col costituire una ragione di scarsa "appetibilità" dell'investimento, specie ove si consideri che il contesto degli enti *non profit* è estremamente eterogeneo.

Per di più, questo modello, in particolare se si accompagna a benefici fiscali, autorizza le richieste di compartecipazione decisionale dei *lavoratori* (ipotesi anch'essa patologica, nel senso che si tratta di soggetti in conflitto di interessi con la causa non lucrativa dell'ente, in quanto interessati a massimizzare la remunerazione).

L'indicazione più significativa dell'esperienza cooperativa può quindi essere sintetizzata nel senso che la risposta al problema del finanziamento dell'impresa non lucrativa deve essere adeguata:

- a) all'assetto finanziario dell'ente;
- b) alla funzione e alla specifica vocazione dell'ente;
- c) deve essere soprattutto pensata come una scommessa in positivo sulla capacità reddituale dell'ente.

3. La proposta: la sottoscrizione di un capitale di debito "forte" da parte di finanziatori esterni.

3.1. Debito e partecipazione all'ente.

Alla luce delle considerazioni svolte, una proposta coerente può derivare dalla considerazione degli strumenti c.d. ibridi debito-capitale, che sono stati studiati in particolare negli Stati Uniti e in Germania.

In particolare, negli U.S.A. si è negato che i conferimenti degli azionisti differiscano, almeno dal punto di vista sostanziale, da veri e propri prestiti, se non per il fatto che il tasso di interesse fisso sul capitale investito sia convenzionalmente fissato a zero [così, ad es., H. HANSMANN, *op. cit.*, 14]: tali impostazioni, indubbiamente innovative, si fondano su un'elaborazione teorica molto affinata dei rapporti tra debito e capitale nelle società, incentrata sulla presenza di tre fondamentali teorie [W. BRATTON, *Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring*, 92 *Duke L. J.*, 92 (1989)]:

- 1) una concezione *tradizionale* del debito, che applica ai rapporti tra società e creditori le regole proprie dei normali rapporti obbligatori;
- 2) la teoria che vede i creditori della società quali *investitori*;
- 3) la concezione dell'*agency*, attraverso la quale si guarda al debito come *titolo*, applicando gli assunti dell'economia finanziaria.

1) Nella prima di fatto si restringono le possibilità di tutela dei creditori: in quest'ottica, infatti, l'azionista investe capitale di rischio e possiede la società, mentre il creditore è legato all'ente da una mera relazione *contrattuale*, che strutturalmente lo esclude dalle dinamiche gestionali dell'impresa.

Gli azionisti scelgono il *management* e si dividono gli utili, mentre il pagamento dei creditori figura quale costo, al pari di quelli sostenuti per l'impiego dei fattori della produzione: è quindi deducibile dal punto di vista fiscale ed incide negativamente sul profitto, mentre i pagamenti periodici fatti agli azionisti vengono dagli utili e non sono trattati come costi d'esercizio. La principale conseguenza di tale visione è l'*esclusione* dei debitori dal rapporto fiduciario che lega gli azionisti agli amministratori.

2) Nella seconda concezione, che enfatizza le caratteristiche comuni dell'investimento azionario e del finanziamento, l'archetipo non è rappresentato da una semplice relazione debitoria, bensì dall'offerta di obbligazioni a lungo termine da parte di società di capitale: il creditore diviene così un *investitore*, che non attua un mero finanziamento dell'impresa, ma, per così dire, "scommette" sulla sua riuscita e sulle capacità del *management*, cui è legato da un'implicita unità d'intenti (tale "condivisione" delle finalità dell'impresa finanziata diviene palese nel caso delle obbligazioni *convertibili*, ove si rinuncia alla restituzione dell'investimento per una partecipazione diretta alla società emittente).

Anche in questo caso, tuttavia, il creditore resta *estraneo* alla gestione, e i limitati poteri di tutela che sono ad esso forniti dalla legge o dal contratto non si traducono certo in un controllo sull'amministrazione, ma si limitano all'approvazione delle scelte più rilevanti per la vita dell'impresa.

3) Anche nella teoria dell'*agency* il creditore attua un investimento, rimanendo estraneo alla gestione effettiva dell'impresa finanziata, ma quello che nell'ottica precedente viene visto come investimento a lungo termine, capace di "legare" il finanziatore alle sorti del debitore, diviene un titolo commerciabile, idoneo a consentire un immediato disinvestimento attraverso la cessione sul mercato del credito.

Secondo questa concezione gli amministratori sono "agenti" degli investitori, che puntando alla massimizzazione del profitto realizzano un interesse proprio anche dei loro "mandanti", ma al contempo godono di una certa libertà di azione, attraverso la quale gli interessi degli investitori possono anche

essere pregiudicati, per favorire quelli del *management* stesso o degli azionisti di maggioranza, che esprimono interessi parzialmente divergenti da quelli dei creditori: la presenza di asimmetrie informative non consente di ovviare a tali inconvenienti attraverso il libero dispiegarsi del mercato, e questo "fallimento" dà luogo ad "agency costs", cui si rimedia incardinando il rapporto di finanziamento in complesse relazioni contrattuali, che mirano proprio alla riduzione di quei costi.

Tali posizioni, nella loro diversità, confermano che la premessa da cui bisogna muovere, comunque, è che nel sistema finanziario delle società (e parimenti negli enti senza scopo di lucro) non è sempre facile e immediato tracciare una linea distintiva tra capitale di rischio e capitale di debito, in quanto vi possono essere apporti finanziari che partecipano dell'una e dell'altra caratteristica.

In questa prospettiva, il *Gemeßrecht* non solo non esaurisce la categoria degli ibridi, ma soprattutto non propone una soluzione ai problemi affrontati, rappresentando tipicamente un modello di partecipazione standardizzata di massa.

Si tratta pertanto di definire un modello flessibile di partecipazione al capitale di debito *forte*, in quanto (fermo restando che si regola essenzialmente la partecipazione di un finanziatore e non di un socio) vengono conferiti all'investitore alcuni poteri sociali per garantire l'investimento, con l'ulteriore effetto di sanare o contenere le patologie tipiche degli enti *non profit*.

Tale soluzione dovrebbe altresì consentire un *bilanciamento* tra le due opzioni di tutela degli investitori nei confronti di comportamenti opportunistici attuati dal *management* dell'impresa finanziata, le quali, per così dire, fanno leva rispettivamente sull'*exit* e sulla *voice*:

1) nel primo caso, infatti, si fa esclusivo affidamento sul mercato, notando:

i) che un'impresa che voglia attirare futuri investitori non può ledere le aspettative di quelli attuali, pena una notevole difficoltà nell'ottenere futuri finanziamenti [M.W. McDANIEL, *Bondholders and Corporate Governance*, 41 *Bus. Law.*, 435 (1986)];

ii) che un efficiente mercato obbligazionario permette ai detentori dei titoli di vendere, senza sostenere costi eccessivi, ove ritengano che l'investimento stia diventando troppo rischioso (è tuttavia sin troppo facile rilevare che tale opzione fornisce protezione in caso di *graduale* deterioramento delle condizioni finanziarie di un'impresa, ma non nell'eventualità di scelte *improvvisi* che alterino il rischio degli investitori);

2) nel secondo, invece, si cerca di attribuire potere di voto ai detentori di titoli obbligazionari, facendo loro eleggere parte degli amministratori. Tale posizione è in realtà minoritaria fra gli studiosi nordamericani, che preferiscono:

i) mettere in luce i possibili conflitti d'interesse cui darebbe luogo la "doppia" fedeltà degli amministratori così eletti, i quali dovrebbero al contempo servire gli interessi dell'impresa e quelli dei loro "mandanti" [DOUGLAS-HAMILTON, *Creditor Liabilities Resulting from Improper Interference with the Management of a Financially Troubled Debtor*, 31 *Bus. Law.* 343 (1975)];

ii) sottolineare la diversità di posizioni tra gli azionisti, il cui investimento non è garantito in modo specifico, e i creditori, con i quali invece l'impresa contrae un debito di lungo termine, assistito da precise garanzie [WILLIAMSON, *Corporate Governance*, 93 *Yale L.J.*, 1197 (1984): si può tuttavia notare che tale affermazione non vale certo nel caso di pubblica sottoscrizione di titoli, ove, anzi, la posizione dei detentori di obbligazioni è assai simile a quella degli azionisti].

3.2. I poteri di controllo del finanziatore.

Vediamo ora le caratteristiche del modello di finanziamento partecipativo cui si è pensato.

3.2.1. La remunerazione del capitale.

La sottoscrizione del finanziamento partecipativo consente di definire un *rendimento* che si capitalizza ed è liquidato solo al momento dello scioglimento dell'ente e postergato ai creditori sociali.

In proposito, è necessario:

i) valutare, *a priori*, la possibilità per un ente *non profit* di retribuire i finanziamenti;

ii) definire le condizioni e le garanzie che assistono il prestito, verificando se sia possibile prevedere la restituzione in relazione al raggiungimento di un obiettivo significativo determinato.

i) Il primo problema è spesso originato da una confusione terminologica: poiché per "profitto" si intende normalmente un reddito da capitale, si è talora pensato che la retribuzione delle somme investite in un ente non lucrativo si traduca in una violazione del *non distribution constraint*.

In realtà, non v'è motivo per cui una *NPO* non possa pagare un ragionevole interesse sui finanziamenti ricevuti, così come paga salari per il lavoro o corrispettivi per le merci: il capitale, come gli altri fattori della produzione, è necessario per l'attività dell'impresa sociale e mancando sufficienti contribuzioni volontarie potrà (e dovrà) essere retribuito [così, con chiarezza *tranchant*, H. HANSMANN, *Reforming Nonprofit Corporation Law*, 129 *U. Penn. L. Rev.*, 497 (1981)], senza che per consentire tale remunerazione si renda necessario uno specifico intervento legislativo.

La vera questione risiede invece nel bisogno di assicurare che tale retribuzione non vada oltre la soglia necessaria ad attrarre investitori: solo in apparenza tale problema coincide con quelli eventualmente connessi al pagamento di salari o prezzi eccessivi, perché in realtà è proprio attraverso operazioni sul capitale che vengono spesso mascherati gli abusi della forma non lucrativa (il pagamento di salari o prezzi "gonfiati" sarebbe infatti un espediente troppo grossolano).

Bisogna inoltre distinguere tra finanziamenti provenienti da soggetti che controllano (o hanno la possibilità di controllare) l'ente e investimenti esterni. Le questioni poste dai possibili conflitti d'interesse innescati dalla prima opzione verranno esaminati in seguito [cfr. par. 3.2.2]: analizzeremo ora i finanziamenti provenienti da soggetti *esterni* all'organizzazione, che appaiono indubbiamente la soluzione preferibile al problema della cronica sottocapitalizzazione degli enti *non profit*.

Al debito derivante dall'investimento potrebbe, in astratto, essere associato un saggio d'interesse *fisso* o *variabile* (come avviene con le c.d. "*subventions*", previste ad es. dal *Not-For-Profit Corporation Law* dello stato di New York, le quali danno diritto ad un rendimento massimo, che però è dovuto dall'organizzazione solo se compatibile con le esigenze di bilancio). In entrambi i casi non si porrebbero questioni particolari, attesa l'assenza di motivazioni tali da spingere gli amministratori a promettere interessi superiori al necessario (o meglio, l'eventuale rinuncia, dovuta a negligenza, alla possibilità di spuntare un interesse più favorevole è da considerarsi un portato dei minori incentivi che in generale si connettono al *non distribution constraint*): neppure l'ipotesi, da taluni prospettata [H. HANSMANN, *op. ult. cit.*, 565], del collocamento di titoli che diano diritto a un interesse così alto da non poter essere ragionevolmente corrisposto con gli utili dell'organizzazione appare in quest'ottica un rischio plausibile, perché se è vero che la possibilità di approfittamento degli investitori sarebbe favorita dall'assenza di un effettivo controllo sull'operato del *management*, tuttavia la conseguente perdita di credibilità dell'ente, associata agli altri meccanismi di controllo che si propone di introdurre [v. par. 3.2.4], può costituire un deterrente sufficiente.

Il vero problema sarebbe però rappresentato, anche in presenza di vincoli e controlli tesi ad evitare il rischio di inquinamento del *non distribution constraint*, dalla concreta possibilità che una remunerazione del capitale attuata sotto forma di *dividendi*, da distribuirsi a scadenze annuali (o inferiori), permetta l'affermazione di logiche speculative, del tutto estranee all'idea di un finanziamento "partecipativo" a lungo termine (auspicabilmente anche caratterizzato, almeno nella maggior parte dei casi, da una condivisione degli scopi dell'impresa sociale nella quale si investe): sembra quindi maggiormente rispondente alle finalità proprie delle *NPO* una retribuzione dell'investimento che, come accennato in precedenza, sia corrisposta quale *capital gain* in sede di *liquidazione* dell'ente, assistita magari da incentivi di tipo fiscale.

Non appare invece opportuno, al fine di sottolinearne la natura complementare e accessoria rispetto alla causa non lucrativa, introdurre *limiti* di carattere *quantitativo* agli investimenti, stabilendo *a priori* quale soglia di capitale sia possibile investire in un ente *non profit* (ovvero la percentuale di patrimonio ascrivibile a finanziamenti rispetto, poniamo, a quella derivante da donazioni): il rispetto delle finalità *non profit* viene garantito in modo assai migliore con l'*esclusione* degli investitori dalla partecipazione organica all'ente, evitando di imporre nuovamente, in via surrettizia, proprio quei fattori di rigidità cui si intende ovviare.

ii) Il modello che si propone è quello di un prestito *irredimibile* e *postergato* al pagamento degli altri creditori sociali: per evitare, tuttavia, che a tali condizioni l'investimento possa divenire motivo di comportamenti opportunistici a danno degli investitori, nonché scarsamente appetibile sul mercato

finanziario, sarà opportuno assicurare adeguati meccanismi di tutela dei creditori e, se del caso, agganciare ad esso meccanismi di *finanziamento pubblico*, prevedendo che un ammontare pari (o la metà, o un terzo) di quanto sottoscritto da un soggetto privato sia dato dai fondi pubblici (ad es., per i fondi del volontariato). Tale investimento pubblico, per impedire collusioni tra il *management* e l'investitore privato, sarà rimborsato alle medesime condizioni ma *anteriamente* al capitale sottoscritto dal finanziatore.

Sempre al fine di conciliare l'esigenza di creare un modello *flessibile* con quella, imprescindibile, di preservare le caratteristiche "altruistiche" del modello non lucrativo si potrebbero introdurre limiti impliciti alla remunerazione del finanziamento, attraverso la fissazione di un compenso "disincentivante" (che sia, ad es., di uno o due punti inferiore alla percentuale di rendimento dei titoli di Stato): per le stesse ragioni, invece, non è consigliabile stabilire forme di compenso "incentivanti" all'atto della liquidazione dell'ente, ad es. attribuendo all'investitore una percentuale del valore dell'azienda.

Si eviterà così di causare un'accumulazione di capitale eccessiva, che per di più, essendo determinata da finalità estranee a quelle statutarie, mette a rischio la possibilità di un efficiente svolgimento dell'attività altruistica e prepara il terreno a facili abusi: deve essere senza dubbio il mercato a stabilire l'appetibilità dell'investimento, innescando così meccanismi di competitività fra le imprese *non profit*, ma non si può andare oltre il dovuto, esponendosi alla possibilità di snaturamento del settore.

3.2.2. Incompatibilità tra la qualità di socio e quella di finanziatore.

La qualità di socio e finanziatore sono tra loro *incompatibili*.

Tale opzione è strutturalmente connessa con la natura delle *Non Profit Organizations*, la cui caratteristica primaria è appunto quella di essere imprese "senza proprietari", all'interno delle quali chi detiene il controllo dell'ente non può appropriarsi degli utili prodotti con l'esercizio dell'attività.

La spiegazione di tale peculiarità è rintracciabile [H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, cit., 228] nella particolare posizione degli "utenti" dell'impresa *non profit*, ovvero dei *patrons*, che si avvalgono dell'ente non lucrativo, attraverso contributi di vario genere, quale strumento per realizzare determinati fini "altruistici". Essi:

i) non sono in grado di determinare, con costi e sforzi ragionevoli, la qualità o la quantità dei servizi che ricevono, in quanto, nella maggior parte dei casi, "acquistano" servizi che vengono resi a terzi (i beneficiari) con i quali non hanno contatti diretti;

ii) dovrebbero, per esercitare un controllo effettivo, affrontare costi eccessivi, almeno in relazione all'entità dei rapporti che intrattengono con l'ente: i donatori sono infatti così numerosi (e i loro contributi, in genere, saltuari e non rilevanti) che una loro organizzazione risulta praticamente impossibile.

Di conseguenza:

i) attribuire la proprietà dell'ente a soggetti diversi dai *patrons* determinerebbe, in presenza di tali asimmetrie informative, notevoli incentivi ad approfittare della loro posizione deteriore;

ii) al contempo, tuttavia, risulta economicamente inefficiente affidare direttamente la gestione agli "utenti" stessi: la soluzione ottimale risulta quindi quella di creare un'impresa "senza proprietari", che viene gestita fiduciariamente dal *management* non solo a vantaggio dei beneficiari, ma anche dei *patrons*.

In quest'ottica, inserire all'interno dell'organizzazione soggetti (i finanziatori) i cui rapporti con l'ente si incentrano invece su un investimento a carattere lucrativo determina conseguenze di non poco momento, che vanno attentamente valutate.

1) Da un lato, verrebbero indubbiamente ad essere risolti alcuni dei più gravi problemi connessi con il reperimento di capitale di debito [H. HANSMANN, *op. cit.*, 54], riassumibili nella presenza di:

i) *asimmetrie informative*. I proprietari (nel caso degli enti *non profit*, gli amministratori) di un'impresa che si finanzia attraverso il ricorso ad investitori esterni possono ledere le aspettative dei creditori in modo *diretto* (ad es., utilizzando i fondi destinati alla restituzione del debito per fini personali) o, più spesso, *indiretto* (ad es., riversando interamente sui creditori il rischio di politiche gestionali rischiose: in caso di successo, non sarà loro dovuto nulla in più della somma concordata, in caso di fallimento dell'impresa, perderanno il capitale): non sempre, tuttavia, si può ovviare in via contrattuale a tali comportamenti opportunistici, sia per gli alti costi transattivi prodotti dalla difficile prevedibilità ex

ante dei comportamenti lesivi, sia per non rendere eccessivamente rigida la gestione dell'impresa finanziata;

ii) effetto "lock-in". Se gli investitori potessero ritirare i capitali a loro piacimento, la possibilità di condotte opportunistiche da parte del debitore sarebbe assai scarsa. Non appena venisse a conoscenza della possibile insolvenza dell'impresa, infatti, ogni creditore sarebbe naturalmente portato a chiedere la restituzione del capitale o un consistente aumento degli interessi: al contempo, tuttavia, il medesimo incentivo (in misura accentuata dalla diminuzione dei fondi a disposizione dell'impresa) si produrrebbe per gli altri investitori, determinando con ogni probabilità una "fuga" di capitali verso impieghi più sicuri (in buona sostanza, una versione collettiva del "dilemma del prigioniero"). Sorge quindi la necessità di rendere tendenzialmente uguali la durata del finanziamento e quella degli investimenti dell'impresa sostenuti dal debito, di fatto però legando ("lock-in") i creditori alle sorti dell'ente finanziato e accrescendo, in definitiva, le possibilità di condotte opportunistiche poste in essere a loro danno dai proprietari dell'impresa.

La soluzione più diffusa per ovviare a tali costi è quella di rendere i finanziatori stessi (o almeno, quelli tra i finanziatori che non abbiano la forza contrattuale necessaria ad ottenere specifiche garanzie, reali o personali, per la restituzione del debito) *proprietari* dell'impresa, ovvero di far finanziare l'impresa stessa da chi la possiede: è questa la ragione per cui i proprietari dell'impresa (coloro che hanno diritto agli utili) generalmente rappresentano anche i maggiori fornitori di capitale [v. A. ALCHIAN, R. CRAWFORD, B. KLEIN, *Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process*, 21 *Journ. of L. and Econ.*, 297 (1978)].

2) D'altro canto, tuttavia, l'assetto delle *Non Profit Organizations*, calibrato per l'ottimale raggiungimento delle finalità altruistiche perseguite dai *patrons*, risulterebbe completamente sconvolto dalla diretta partecipazione degli investitori agli assetti proprietari: è quindi opportuno, al fine di superare i problemi appena visti, trovare forme di tutela diverse degli interessi dei finanziatori.

3.2.3. Estraneità del finanziatore alla gestione.

Il finanziatore *non* partecipa alla formazione della volontà sociale (quindi, ad es., non gli competono diritti quali il voto in assemblea o l'impugnativa delle delibere assembleari). In questo modo, le scelte e la filosofia dell'ente non lucrativo rimangono *esclusivamente* in capo all'organo di indirizzo.

Se infatti si intende il *controllo* come potere di determinare quegli aspetti della politica d'impresa che, in virtù degli alti costi transattivi, non sono determinabili *ex ante* per contratto, ma devono essere rimessi alla discrezionalità di coloro ai quali tale potere è conferito [H. HANSMANN, *cit.*, 12], ammettere che agli investitori, portatori di una logica indubbiamente divergente da quella propria del *non profit*, siano attribuiti poteri tali da incidere *direttamente* sulla gestione dell'attività produrrebbe, quale naturale conseguenza:

i) nella peggiore delle ipotesi, l'abbandono delle finalità altruistiche da parte dell'ente: secondo alcuni autori, infatti, l'essenza del *non profit* risiede nel fatto che l'ente non lucrativo non possa distribuire profitti non solo ai suoi proprietari, ma addirittura a chi sia *comunque* associato all'organizzazione [B.A. WEISBROD, *The Nonprofit Economy*, *cit.*, 1]

ii) in ogni caso, una crescita esponenziale del costo dei processi decisionali, che non sembra essere sufficientemente considerata da chi sostiene che ogni gruppo interessato alle scelte gestionali di un'impresa - i c.d. *stakeholders* - dovrebbe essere rappresentato all'interno dell'organizzazione [cfr. AA.VV., *Special Issue on the Corporate Stakeholder Debate: The Classical Theory and its Critics*, 43 *U. of Toronto L.J.*, 297 (1993)].

3.2.4. Il controllo dell'investitore.

Possono però commettersi alla partecipazione finanziaria altri poteri, che, senza snaturare le caratteristiche delle *Non Profit Organizations*, tuttavia consentano un *controllo* molto intenso dell'attività sociale:

- 1) *indiretto* (ad es., diritto all'informazione sociale, l'azione sociale di responsabilità);

2) *diretto* (ad es., il diritto di nominare consiglieri di amministrazione o uno o più membri dell'organo di controllo).

E' infatti indubbio che, in presenza di una finalità non lucrativa, siano minori per gli amministratori gli incentivi a comportamenti opportunistici, ma è comunque da tener presente il rischio di una indebita lesione delle aspettative economiche di coloro che, attraverso il finanziamento, hanno scelto di "scommettere" sull'impresa *non profit*: in mancanza di adeguati meccanismi di tutela, la possibilità di subire passivamente le conseguenze di un eventuale *mismanagement* potrebbe perciò riflettersi in modo esiziale sull'offerta di capitali, stroncando sul nascere un mercato ancora in formazione.

Problemi simili emergono di frequente in relazione ai detentori di obbligazioni convertibili: la giurisprudenza americana, in alcuni casi di questo tipo, ha risolto il conflitto tra obbligazionisti e amministratori in senso sfavorevole ai secondi, condannandoli per:

- i) violazione dei doveri fiduciari [v. *Broad v. Rockwell Int'l Corp.*, 642 F. 2d 929 (5th Cir.), *cert. denied*, 454 U.S. 965 (1981)];
- ii) violazione degli obblighi impliciti di buona fede e diligenza [v. *Pittsburgh Terminal Corp. v. Baltimore & Ohio R.R. Co.*, 680 F. 2d 933, 941 (3d Cir.), (1982)];
- iii) dolo [v. *Harff v. Kerkorian*, 347 A.2d 133 (Del. 1975)];
- iv) arricchimento senza causa [v. *Van Gemert v. Boeing Co.*, 520 F. 2d 1373 (2d Cir.), *cert. denied*, 423 U.S. 947 (1975)].

Alcuni studiosi hanno contestato tali posizioni, sottolineando:

- i) che un'eccessiva protezione degli obbligazionisti rischia di far trascurare l'obiettivo primario della massimizzazione del profitto, tanto più che assai frequentemente gli interessi degli azionisti e quelli dei creditori divergono [COFFEE & SCHWARTZ, *The Survival of the Derivative Suit: An Evaluation and a Proposal for Legislative Reform*, 81 *Colum. L. Rev.*, 261 (1981)];
- ii) che finché la società emittente resta solvente, gli interessi degli obbligazionisti non ricevono lesioni tali da giustificare un intervento giudiziale a loro tutela [W.W. BRATTON, *The Economics and Jurisprudence of Convertible Bonds*, 1984 *Wis. L. Rev.*, 667].

In contrario, tuttavia, è facile dimostrare:

- i) che, di norma, gli amministratori di una società già devono tener conto di una *molteplicità di interessi*: quelli espressi dagli azionisti di minoranza e di maggioranza, anzitutto, ma eventualmente anche quelli esistenti tra diversi gruppi di azioni (la divergenza di interessi tra azionisti ordinari e azionisti di risparmio non differisce granché da quella tra azionisti e detentori di obbligazioni);
- ii) che gli obbligazionisti possono essere danneggiati anche *indipendentemente* dall'insolvenza della società emittente, in quanto la modificazione del rischio connesso al debito si riflette immediatamente sul *prezzo* di mercato del titolo.

In tali risposte si possono cogliere spunti di notevole interesse per il modello che si propone, nel quale si presentano problemi non dissimili da quelli propri delle società di capitali: l'attribuzione a chi finanzia l'ente non lucrativo di un potere, sia esso diretto o indiretto, di *controllo* implica necessariamente, infatti, che gli investitori assumano un ruolo di rilievo nelle *Non Profit Organizations*, pur nutrendo aspettative che (almeno in apparenza) contrastano nettamente con il *non distribution constraint*.

Come riuscire, quindi, ad imporre la coesistenza di logiche confliggenti nella gestione dell'impresa sociale, senza snaturarne la finalità non lucrativa?

A ciò si aggiunga che il modello associativo, che allo stato rappresenta la forma giuridica d'elezione per l'impresa *non profit*, è viziato da una scarsa idoneità al controllo degli amministratori, in virtù dei problemi di *agency* connessi all'assenza di:

- i) indici di *performance* autoevidenti;
- ii) efficienti strutture di monitoraggio.

Appare quindi necessario, in sede di riforma del settore:

- 1) in generale, l'imposizione agli amministratori di *doveri fiduciari* che non si riducano al divieto di condotte contrarie alla legge o all'atto costitutivo, ma neppure si traducano in fattispecie rigide e

strutturalmente definite. In via esemplificativa, si potrà rendere necessario un intervento dell'autorità giudiziaria in caso di:

- i) *mismanagement*;
- ii) *self-dealing*;
- iii) frustrazione delle aspettative giuridiche dei *patrons*;
- iv) manifesta incompatibilità, incompetenza o inadeguatezza degli amministratori.

Una sentenza che produca la mera invalidazione delle delibere contrastanti con i doveri fiduciari non rappresenterebbe, tuttavia, un efficace strumento di tutela contro le condotte opportunistiche dei gestori, atteso che non sempre esse si traducono in formali decisioni dell'organo amministrativo: al fine di implementare i doveri degli amministratori appare invece sicuramente più adeguata la previsione di *provvedimenti atipici*, eventualmente anche a contenuto positivo.

2) più specificamente, l'*esplicita* formulazione del dovere per i gestori degli enti di non ledere gli interessi degli investitori, la quale si rivela:

i) da un lato, necessaria al fine di garantire i potenziali finanziatori sulla sicurezza del loro investimento, senza tuttavia importare l'abbandono della filosofia *non profit* (come invece potrebbe avvenire con più dirette forme di garanzia degli investitori, quali, ad es., il loro inserimento nella compagine sociale);

ii) dall'altro, una valida alternativa ai prevedibili tentativi di imporre il medesimo obbligo in via contrattuale, traducendosi in un netto *risparmio* di costi transattivi [v. FISCHER, *The Corporate Governance Movement*, 35 *Vand. L. Rev.* 1259 (1982)].

L'introduzione di tale principio non deve essere valutata quale possibile elemento di rigidità nell'amministrazione dell'ente: poiché, infatti, l'eventuale aumento dei costi affrontati dai creditori per controllare il comportamento del debitore si ripercuote sul tasso d'interesse richiesto (tanto maggiore, quanto più gravoso è il monitoraggio dell'investimento), la disciplina dell'impresa (in generale, ma in particolare nel caso dell'impresa sociale) non può considerarsi efficiente ove consenta di massimizzare in via *alternativa* il livello di protezione offerto ai creditori o la libertà di gestione dell'attività, ma solo se riesce a *mediare* tra le due esigenze, rendendo minimi i costi di accesso al capitale di debito [cfr. R. POSNER, *The Rights of Creditors of Affiliated Corporations*, 43 *U. Chi. L. Rev.* 499 (1978)].

Ciò significa, in altri termini, che l'imposizione di doveri fiduciari nei confronti dei creditori-investitori dovrebbe consentire di coniugare, nell'amministrazione dell'impresa sociale, la ricerca di risultati ottimali e il rispetto delle aspettative degli investitori: una scelta gestionale, pertanto, potrà ritenersi *efficiente* solo ove permetta, sempre nell'ottica del perseguimento del fine "altruistico", di migliorare il rendimento dell'impresa senza peggiorare le condizioni dei creditori, incrementando così il valore dell'attività e, al contempo, l'appetibilità dell'investimento.

Gli amministratori di un ente *non profit* andranno quindi assoggettati, in caso di violazione dei doveri fiduciari, ad *azioni di responsabilità* da parte dei creditori: questa forma di tutela di carattere *personale* può così completare il quadro di controlli operati sulla gestione, rappresentando un indiretto, ma efficace strumento di garanzia degli investitori, affine alle "*derivative suits*" che negli U.S.A. possono essere esercitate dagli obbligazionisti verso gli amministratori delle società emittenti.

E' bene notare, tuttavia, che tali forme di difesa delle aspettative creditorie sono state fortemente criticate: si sostiene infatti che la mera possibilità di essere chiamati, in presenza di una società ancora solvente, a rispondere delle scelte gestionali potrebbe frenare negli amministratori la propensione ad investimenti *rischiosi*, ancorché particolarmente redditizi [COFFEE & SCHWARTZ, *cit.*].

Al contrario, va affermato che l'introduzione di tale rimedio a tutela degli interessi degli investitori negli enti non lucrativi si basa su solide motivazioni, non certo in quanto i gestori non debbano cercare la massimizzazione del *profitto* (il *non distribution constraint*, infatti, non va certo inteso quale assenza di lucro in senso oggettivo), ma perché:

i) non si intende affatto con l'azione di responsabilità negare agli amministratori libertà d'azione, anche ove questa conduca all'assunzione di rischi ingenti: si vuole semplicemente evitare che le conseguenze, specie ove si traducano in insuccessi economici, ricadano esclusivamente sugli investitori [così M.W. Mac DANIEL, *cit.*];

ii) non si può sostenere che la protezione dei creditori si possa attuare attraverso le previsioni contrattuali: questo può essere vero, ad es., per un contratto di finanziamento con un istituto di credito, ma non certo per chi acquista sul mercato un titolo emesso dall'ente;

iii) gli stessi autori che negano l'utilità delle *derivative suits* da parte degli obbligazionisti sono poi costretti ad ammettere la legittimazione dei detentori di obbligazioni convertibili, in quanto in tal caso il debito "partecipa della natura del capitale": è evidente la pretestuosità di tale differenziazione, tra l'altro improponibile per gli enti *non profit*.

3.2.5. Meccanismi di tutela e circolazione dell'investimento.

Alle forme di tutela *personale* degli interessi degli investitori va aggiunta la possibilità di agganciare la partecipazione a forme e meccanismi *reali* di tutela (ad es. la risoluzione per inadempimento con restituzione del capitale), tali da differenziare ulteriormente la posizione di questi soggetti da quella del socio sovventore, ove la protezione è tutta affidata ai meccanismi interni.

Questa forma di tutela può essere necessaria in relazione:

- i) al *mismanagement*;
- ii) ai casi in cui l'ente decida di orientare diversamente la propria attività, pregiudicando l'investimento, o di modificare l'oggetto sociale.

E' infatti di particolare importanza fornire all'investitore la possibilità di sottrarsi ad eventuali lesioni delle proprie aspettative:

- i) per evidenti ragioni equitative;
- ii) per evitare che la possibilità di sottrarsi agevolmente all'obbligo di restituzione del capitale (o del pagamento del tasso d'interesse prefissato) si ripercuota, attraverso un'immediata maggiorazione dei costi, sulla facilità di accesso al capitale di debito [cfr. V. BRUDNEY, *Corporate Bondholders and Debtor Opportunism: In Bad Times and Good*, in 105 *Harv. L. Rev.*, 1821 (1992)]: in breve, se mi si offre la possibilità di investire con un previsto ritorno pari a 100, ma apprendo che per una serie di motivi posso essere costretto ad accettare la restituzione di una somma pari a 60, chiaramente sarò pronto ad investire solo in presenza di tassi d'interesse molto più elevati.

E' possibile, infine, prevedere la *circolazione* dell'investimento nella forma di un titolo di partecipazione (va in proposito ricordato che l'art. 29 del d.lgs. 460/1997 demanda a un successivo regolamento ministeriale la disciplina dei c.d. *titoli di solidarietà*). In questo caso una richiesta di esprimere il gradimento sarebbe meno giustificata, atteso che altro è consentire di scegliere chi intende cooperare per la realizzazione dello scopo sociale, altro è invece rivendicare il diritto a scegliere chi controlla che la sua attuazione avvenga in quadro gestionale improntato a criteri di trasparenza e efficienza.

Numerosi sono, in definitiva, i vantaggi del modello proposto, attraverso il quale la soluzione al problema rappresentato dalla fisiologica sottocapitalizzazione degli enti non lucrativi consente al contempo di ottenere altri obiettivi di non secondaria importanza, improntando la gestione dell'ente a criteri di:

a) *trasparenza*: chi finanzia l'ente investe *dichiaratamente* per ottenere un rendimento, ma al contempo vuole farlo realizzando/affermando una determinata filosofia produttiva, senza così determinare (in virtù dell'incompatibilità tra la qualità di socio e quella di investitore) un inquinamento della finalità altruistica;

b) *efficienza*. Il meccanismo sfrutta infatti l'interesse egoistico al controllo per correggere alcune delle patologie caratteristiche del *non profit*:

i) la mancanza di soggetti che abbiano diritto a beneficiare dei profitti costituisce uno dei principali motivi dell'assenza di incentivi, per il *management* delle organizzazioni non lucrative, a perseguire obiettivi di efficienza gestionale [B.A. WEISBROD, *cit.*, 14]: nel modello proposto, invece, sarà l'investitore stesso che avrà interesse ad agire a fronte delle ipotesi in cui vi è scarsa attenzione al contenimento dei costi di gestione;

ii) al tempo stesso, la presenza di un investitore può costituire un indice significativo per il mercato del *credito*, in ordine al monitoraggio dell'efficiente gestione, ovviando alla cronica difficoltà di