

Cosa imparare dal caso Unipol

di
Marcello Messori

1. La tentata scalata di Unipol a Bnl, consumatasi fra il giugno 2005 e il gennaio 2006, presentava vari punti problematici: alleanze fondate su accordi e impegni finanziari non sempre trasparenti, legami con finanziari e speculatori truffaldini, coperture patrimoniali inadeguate, sproporzioni dimensionali fra il potenziale predatore e la preda. La mancata autorizzazione dell'operazione da parte della Banca d'Italia ha rischiato di porre Unipol in una posizione delicata rispetto agli alleati e ai suoi azionisti perché esposta a perdite. Fortunatamente la cessione al gruppo bancario francese Bnp – Paribas delle quote azionarie di Bnl, detenute dalla compagnia di assicurazione bolognese e dai suoi alleati, ha fornito una brillante soluzione a questa situazione difficile. In particolare le cooperative azioniste di controllo di Unipol hanno potuto risolvere gli onerosi impegni finanziari, connessi a tale operazione, e realizzare addirittura una plusvalenza.

La felice conclusione della vicenda non deve, però, spingere alla sottovalutazione degli elementi di debolezza del movimento cooperativo che sono così venuti alla luce. Dopo aver ricordato il ruolo rilevante che questo movimento ha ormai acquisito nell'economia italiana, in quanto segue vorrei esaminare tre elementi: (i) la commistione fra proprietà cooperativa e altre forme proprietarie; (ii) la conseguente necessità di rivedere il governo societario delle imprese cooperative; (iii) la compatibilità di tale revisione con alcuni irrinunciabili capisaldi della struttura proprietaria cooperativa e, in particolare, con il principio di mutualità.

2. Molti dei contributi al dibattito “Dove vanno le Coop”, in svolgimento sul sito della Fondazione Di Vittorio, hanno già esaminato i recenti successi del sistema cooperativo in Italia. Essi hanno infatti sottolineato che, durante l'ultimo quindicennio, l'insieme delle imprese cooperative ha fatto segnare una consistente espansione e ha fortemente accresciuto la propria dimensione aziendale media. Qui posso, dunque, limitarmi a tre notazioni: questi risultati sono stati ottenuti in una fase, prima, di bassa crescita e, poi, di sostanziale stagnazione per il resto dell'economia italiana; l'aumento dimensionale delle imprese cooperative è avvenuto proprio quando le altre piccolo-medie imprese italiane di successo mostravano capacità di salto dimensionale assai inferiori a quelle medie delle corrispondenti imprese degli altri paesi economicamente avanzati; molte grandi imprese cooperative hanno retto la concorrenza nei mercati internazionali proprio quando buona parte delle nostre altre grandi imprese tendevano a rifugiarsi in comparti di attività gonfi di rendite perché protetti. Ciò ha consentito alle imprese cooperative di assumere o di consolidare posizioni di preminenza in vari settori dell'economia italiana, quali la distribuzione commerciale e le costruzioni, e di entrare in varie altre attività dell'industria e dei servizi.

Sebbene sommaria, l'evidenza empirica richiamata basta a mostrare che il sistema cooperativo non è vincolato ad operare né in specifici settori tradizionali né su una scala dimensionale piccola; e va riconosciuto che, al di là delle sue numerose opacità, la vicenda Unipol ha avuto almeno il merito di fare sì che le trasformazioni di tale sistema diventassero un dato di conoscenza comune. Resta tuttavia vero che la crescita e il successo delle imprese cooperative hanno determinato vari problemi

che hanno trovato specifica manifestazione nell'evoluzione dei loro assetti proprietari e della loro *governance*.

3. Sotto questo profilo la storia di successo di Unipol assume carattere emblematico. Come è noto, negli anni recenti la compagnia di assicurazione bolognese ha scalato le classifiche del mercato assicurativo italiano, collocandosi a ridosso dei due o tre maggiori giocatori nazionali del settore. Peraltro Unipol ha la forma di una società per azioni, controllata da una società finanziaria in cui le cooperative detengono la posizione di maggioranza assoluta grazie alla proprietà - sia diretta che mediata da una loro ulteriore "scatola" societaria - di una seconda finanziaria. Ne deriva che i meccanismi di controllo proprietario di Unipol si fondano su una struttura piramidale, che ricalca gli aspetti più tipici e più distorsivi delle catene di controllo delle maggiori società per azioni industriali da parte delle tradizionali famiglie del capitalismo italiano. A ciò va aggiunto che, fino a qualche tempo fa, Unipol deteneva una posizione proprietaria di rilievo all'inizio della propria lunga catena di controllo; l'effetto paradossale era, dunque, che la compagnia di assicurazione esercitava un controllo proprietario indiretto su se stessa, mediato dalle cooperative.

Gli assetti proprietari di Unipol rappresentano un caso estremo, ma purtroppo non isolato, di commistione fra la struttura proprietaria cooperativa e i tratti più deteriori del nostro tradizionale capitalismo familiare. Assetti simili sono infatti rintracciabili in varie banche popolari e in altre società per azioni controllate da imprese cooperative. Per giunta, quando adotta il modello delle strutture piramidali, il capitalismo familiare italiano assicura la non separazione fra proprietà e controllo; o, per esprimersi in termini più analitici, esso può determinare problemi di estrazione di benefici privati da parte della famiglia controllante a danno degli azionisti di minoranza, ma elimina almeno i problemi di agenzia legati alla separazione fra proprietà e *management*. Viceversa, quando imita il modello piramidale del capitalismo familiare italiano, la forma proprietaria cooperativa somma le opacità e le rigidità tipiche dell'allungamento delle catene proprietarie a una debolezza che, nel caso delle imprese non cooperative, caratterizza gli assetti proprietari diffusi: la separazione fra proprietà e gestione che pone problemi di agenzia fra soci azionisti e *management* rischiando di tradursi in un'eccessiva autonomia di quest'ultimo.

Al riguardo, il caso Unipol rappresenta nuovamente un esempio emblematico in negativo. La struttura piramidale di controllo, adottata dalle molte cooperative coinvolte, si è accompagnata a un'autoreferenzialità manageriale così accentuata da sfociare in gravi illeciti (ora al vaglio della magistratura), in operazioni speculative e in scelte troppo rischiose. Il fatto che tali comportamenti non siano stati un accidente, legato alla personalità truffaldina dei due precedenti amministratori di Unipol, ma la spia di una debolezza strutturale trova, del resto, conferma nelle soluzioni adottate per sostituire i due *manager* dimissionati e riorganizzare la catena di comando. Al di là di qualsiasi giudizio sulle persone coinvolte nel nuovo assetto, basti infatti notare che la guida di Unipol è stata assunta da chi era responsabile di una cooperativa, azionista di rilievo di una delle scatole di controllo della compagnia bolognese di assicurazione, e presidente della società finanziaria con il controllo di questa stessa compagnia di assicurazione. Come dire: il posto di Consorte è stato assunto da chi era presidente della società che, in base ai diritti proprietari, aveva la responsabilità di controllare il vecchio *manager*; e, a seguito di tale sostituzione, il nuovo *manager* è coinvolto indirettamente nel controllo di se stesso.

Va notato che gli ultimi paradossi segnalati non sono solo riscontrabili in strutture proprietarie cooperative ma, rientrando nel più vasto ambito del cosiddetto *interlocking*, sono ricorrenti anche in intrecci proprietari di varie imprese tradizionali dei paesi dell'Europa continentale e, in particolare, dell'Italia.

4. L'analisi svolta ha mostrato che la positiva espansione, realizzata dal sistema cooperativo italiano negli ultimi anni, talvolta si accompagna a gravi distorsioni nei suoi assetti proprietari. La proprietà cooperativa può infatti incorporare i tratti più negativi sia delle strutture piramidali, che hanno fino a oggi caratterizzato il nostro capitalismo familiare di grande impresa, sia di quelle *public company* che, a causa della loro dispersione proprietaria, diventano prigioniere di scelte manageriali autoreferenziali.

Intendiamoci: la mia tesi non è che queste distorsioni siano connaturate alla struttura proprietaria cooperativa, ma piuttosto che siano la conseguenza dello snaturamento di suoi tratti essenziali. E' vero infatti che, ragionando in modo un po' approssimativo, le cooperative sono assimilabili a una forma di *public company* con rapporti democratici fra soci perché basata su principi di mutualità e, in particolare, sui meccanismi di "una testa, un voto", di indivisibilità del patrimonio sociale e di accumulazione di gran parte dei profitti conseguiti; ed è altrettanto vero che, al crescere delle dimensioni di impresa e – dunque – del numero dei soci, tali principi e meccanismi rendono più difficile il controllo del *management* da parte di una pleora di piccoli proprietari. Tuttavia, come è stato sottolineato anche dalla letteratura economica recente (cfr. per esempio, i lavori di O. Hart e J. Moore), un elevato grado di omogeneità nei valori e negli obiettivi dei soci tende a stimolare forme di controllo reciproco (il cosiddetto *peer monitoring*) fra tutti gli attori in gioco e a depotenziare i comportamenti di *free riding*; a loro volta, queste tendenze possono attenuare le debolezze proprie a una *public company* con rapporti democratici fra soci. Si tratta però di equilibri delicati; e i casi, sopra esaminati, mostrano che tali equilibri diventano particolarmente vulnerabili in un ambiente in rapida espansione e trasformazione quale è stato quello del movimento cooperativo italiano negli ultimi anni.

5. L'ultima constatazione fa sorgere un'ovvia domanda: dobbiamo concluderne che vi è un insolubile *trade off* fra crescita del movimento cooperativo ed efficacia dei suoi assetti proprietari? Ritengo che questo *trade off* possa essere, almeno in parte, superato introducendo nel ragionamento una variabile già evocata ma finora confinata sullo sfondo: il governo societario delle imprese cooperative.

Qui non è possibile affrontare in modo adeguato un tema così complesso; bastino quindi pochi esempi, che andranno sviluppati in altra sede. Innanzitutto, se uno dei più gravi problemi delle imprese cooperative in crescita risiede negli eccessivi margini di autonomia assunti dai *manager*, si può fare ricorso ad almeno tre strumenti di *governance* - in parte già sperimentati per imprese non cooperative: la rotazione negli incarichi di amministrazione con un numero massimo di mandati (per esempio, non più di tre); incentivi alla partecipazione dei soci mediante il rafforzamento dei sistemi di delega e delle forme di *peer monitoring*; rigorosi divieti per qualsiasi tipo di *interlocking*. In secondo luogo, se si creano tensioni fra la rapida crescita delle imprese cooperative e la stabilità proprietaria dei soci a causa di insufficienti margini di finanziamento, è opportuno porre ostacoli

alla via di soluzione più facile ma più distorta, ossia la costruzione di piramidi societarie che sfociano nel controllo cooperativo di società per azioni. Al riguardo, sarebbe sufficiente affermare l'incompatibilità fra proprietà cooperativa e creazione di "scatole" che svolgono la funzione di "anello aggiuntivo" della catena proprietaria senza altre finalità economiche che quella di consentire il controllo di società per azioni. In alternativa, è ovviamente necessario disegnare una *governance* delle cooperative che permetta l'emissione diretta di titoli finanziari e ne renda conveniente la sottoscrizione. Infine, se si intende evitare che anche gli organi di amministrazione delle cooperative divengano troppo subordinati ai voleri del *management*, è opportuno prevedere un certo numero di amministratori indipendenti cui faccia capo la struttura di controllo interno.

6. Si tratta ora di chiedersi se queste (e altre) novità di *governance* siano sufficienti per assicurare efficaci assetti proprietari a un movimento cooperativo in rapida crescita e se siano compatibili con la normativa vigente e – soprattutto - con alcuni irrinunciabili capisaldi della struttura proprietà cooperativa (in particolare, il principio di mutualità). Il dibattito, che si sta svolgendo sul sito della Fondazione Di Vittorio, ha fornito risposte diverse a tali quesiti. In quanto segue cerco di schematizzare quattro delle posizioni in campo.

Alcuni studiosi (cfr. Marco Mazzoli) ritengono che ogni innovazione rispetto alle tre componenti essenziali della mutualità (il voto basato sulla persona e non sul capitale investito, l'indivisibilità del patrimonio sociale e il limitato rendimento delle quote dei soci) sia impropria perché lede il nucleo costitutivo e la *governance* partecipativa caratterizzanti le imprese cooperative. Ciò porta a criticare i passi, compiuti dalla Legge 59/1992 e – soprattutto – dal nuovo diritto societario, riguardo all'allentamento dell'indivisibilità delle riserve e alla possibile offerta da parte delle imprese cooperative di azioni a voto multiplo, sottoscrivibili e negoziabili dai soci "sovventori"; in alternativa, la proposta è di costruire obbligazioni con rendimento indicizzato al tasso di crescita dell'emittente cooperativo. Altri esperti di cooperazione (cfr. Edwin Morley Fletcher) insistono, invece, sul fatto che la crescita del sistema cooperativo ha reso insufficiente l'autofinanziamento e la forma tradizionale di raccolta di risparmio dai soci; e che le imprese cooperative non hanno finora saputo utilizzare né gli accessi al mercato dei capitali e gli stimoli alla promozione di nuova cooperazione né le forme di parziale deroga al principio "una testa, un voto", opportunamente aperte dalle innovazioni normative già richiamate. Di conseguenza, la cooperazione ha perso anche l'occasione per utilizzare le nuove forme di finanziamento e le nuove figure di socio ad esse – direttamente o indirettamente - associate per correggere la sua *governance* e rafforzare il controllo sui *manager*.

Muovendo da considerazioni non dissimili, il coordinatore del Dipartimento economico della Cgil (Beniamino Lapadula) va al di là dei problemi di finanziamento delle imprese cooperative. Egli sostiene infatti che l'evoluzione legislativa, e in particolare il nuovo criterio di "mutualità prevalente", vada utilizzata per innovare quei principi cruciali della cooperazione difesi nella forma ma calpestati nella sostanza dalla vicenda Unipol (cfr. al riguardo, le considerazioni di Nicoletta Rocchi); e propone di riferirsi a un concetto di "mutualità allargata", conforme allo sviluppo del movimento cooperativo e assimilabile a un "principio di democrazia", per estendere i benefici dei soci all'insieme degli *stakeholder* delle imprese cooperative e per costruire così un ambiente favorevole all'applicazione di efficaci sistemi di controllo interno rispetto all'attività manageriale.

Tale posizione sembra, però, rifiutata all'interno del mondo delle cooperative (cfr. Alberto Zevi e Nicola Cacace). Pur non avendo nulla da obiettare alla costruzione di *holding* cooperative, finalizzate al mero controllo di società per azioni (“il movimento cooperativo, in tutto il mondo, si è evoluto verso forme di impresa di secondo e terzo livello che devono di necessità assumere forme societarie diverse dalla cooperazione”), si sostiene infatti che “l’allargamento dei benefici della mutualità a tutti gli *stakeholders*” avrebbe l’effetto di eliminare le caratteristiche essenziali delle imprese cooperative.

7. E’ difficile prendere una posizione netta rispetto alle diverse posizioni richiamate, anche perché i problemi coinvolti toccano aspetti meta-economici. Mi accontento perciò di fissare quattro punti che ritengo rilevanti sotto un profilo strettamente economico.

(i) Le caratteristiche essenziali delle imprese cooperative sono più minacciate dall’assimilazione con i vizi di assetto proprietario e di *governance* delle forme tradizionali di capitalismo che non da innovazioni nel principio di mutualità; pertanto, non è accettabile che le cooperative costruiscano strutture piramidali finalizzate al solo controllo di società per azioni o siano direttamente quotate in mercati regolamentati.

(ii) Le innovazioni nel principio di mutualità non devono, peraltro, cancellare né il voto basato sulla persona né la centralità dell’autofinanziamento e dell’orizzonte di medio-lungo periodo propri alle cooperative; di conseguenza, l’introduzione di finanziatori esterni (per es.: il socio “sovventore”) e di adeguati rendimenti sui relativi titoli non devono riguardare quote di controllo del patrimonio sociale.

(iii) Per evitare che il vincolo posto al punto (ii) sia così stringente da lasciare insolute le esigenze di finanziamento del sistema cooperativo, è necessario utilizzare un insieme di strumenti finanziari (e non soltanto i conferimenti di nuove tipologie di soci) e rafforzare l’incidenza dei soci tradizionali; la varietà (per altri versi, eccessiva) di strumenti finanziari ibridi, disegnata dal nuovo diritto societario, e il rafforzamento delle deleghe potrebbero soddisfare questa duplice esigenza.

(iv) Anche se non altera le caratteristiche essenziali delle imprese cooperative, la loro rinnovata *governance* pone problemi di raccordo fra il nucleo tradizionale dei soci di controllo, le altre tipologie di soci o di finanziatori e – più in generale – gli *stakeholder*; oltre a rafforzare i controlli sul *management*, la presenza di amministratori indipendenti potrebbe compensare gli interessi di questi diversi soggetti e armonizzarli in un’ottica di medio-lungo periodo.