

LA GOVERNANCE SOCIETARIA: SOCIETÀ PER AZIONI E COOPERATIVE A CONFRONTO UNA INTERPRETAZIONE ECONOMICA

Recensione di **Marina Albanese** - Università di Napoli Federico II



Titolo La governance societaria: società per azioni e cooperative a confronto
Una interpretazione economica

Autore Zanotti Antonio

Editore Rubbettino

Anno 2013

Negli ultimi venti anni l'attenzione ai temi della *corporate governance* è molto cresciuta nei dibattiti accademici di matrice giuridica ed economica. La letteratura attribuisce tale fenomeno soprattutto a due situazioni che sono sempre esistite all'interno delle imprese, ma che stanno assumendo di recente connotazioni particolari: la separazione tra proprietà e gestione dell'impresa e la incompletezza dei contratti destinati a disciplinare i rapporti intercorrenti tra le due parti. L'accrescersi della dimensione media delle imprese, che ha reso sempre più frequente la separazione tra proprietà e controllo, e il moltiplicarsi di scandali societari hanno acceso i riflettori sul tema della *governance* aziendale per il timore che i managers e gli amministratori possano perseguire fini non in linea con quelli dei soci o addirittura possano intraprendere azioni dannose per tutti gli *stakeholders* di riferimento. Ciò ha determinato la necessità di regole e la definizione di buone prassi di *governance* che costituiscono, oggi più che mai, una strada da percorrere se si vogliono realizzare buoni risultati aziendali e tutelare i diritti degli *shareholders* e degli *stakeholders*.

In quest'ambito di riferimento si colloca la ricerca realizzata nel lavoro di A. Zanotti, che mira a cogliere le similitudini e le differenze tra sistemi di *governance* nella *public company* (grande società per azioni quotata) e nell'impresa cooperativa. Differenziandosi rispetto alle argomentazioni prevalenti in letteratura, di cui l'autore fornisce ampia rassegna, l'innovativa chiave di lettura che ci fornisce riguardo all'attuale e improvvisa attenzione ai temi della *governance* societaria si ricollega al nuovo ruolo giocato dall'innovazione finanziaria nelle dinamiche di gestione delle imprese ed alla presenza sui mercati e nelle compagnie societarie di nuovi protagonisti quali gli investitori istituzionali.

Il lavoro si apre con una dettagliata ed attenta analisi delle cause che hanno destato attenzione crescente sui temi della *governance* societaria, a partire dai

mutamenti delle condizioni economiche mondiali e con riferimento agli scandali più clamorosi. Successivamente, l'analisi della corporate *governance* è effettuata sulla base del paradigma teorico del modello principale-agente ponendo una serie di interrogativi su come tale modello, ormai troppo semplice per descrivere la complessa realtà ambientale e organizzativa che caratterizza il contesto economico attuale, possa adattarsi alle nuove figure di principali ed agenti caratterizzanti il tessuto economico attuale. La descrizione delle nuove figure di principali ed agenti e delle nuove dinamiche che si innescano nelle *public company* è effettuata nel lavoro in maniera lucida e sistematica e consegna al lettore un quadro d'insieme variegato e complesso da cui emergono, evidenziate in maniera acuta e dettagliata, le problematiche applicative del modello citato.

La teoria dell'agenzia individua, infatti, nelle leggi, nei sistemi retributivi, nelle sanzioni di mercato e nel bilanciamento dei poteri, gli strumenti di riallineamento degli obiettivi di proprietà e controllo dell'impresa, ma, come l'autore sottolinea, gli interpreti della *governance* oramai non sono due soggetti, ma tre: soci, amministratori e managers con finalità spesso divergenti, ma talvolta comuni. L'autore sottolinea che il principale è oramai un aggregato eterogeneo composto da investitori con gli obiettivi più disparati. Vi sono gli investitori con obiettivi di brevissimo periodo che spesso si accompagnano a managers con *stock options* aventi anch'essi obiettivi di brevissimo periodo, le cui finalità convergono: massimizzare i guadagni di breve periodo, cavalcando l'onda e cercando discendere al momento opportuno a danno degli azionisti, degli *stakeholders* proiettati nel lungo periodo e dell'economia nel suo complesso. Spesso si assiste a sovrapposizioni o accentramenti di ruoli nelle mani dello stesso soggetto, come accade nel caso in cui Amministratore delegato e Presidente sono la stessa persona ed anche la figura del socio, a cui l'autore dedica un capitolo del libro, è mutato.

Sulla scia della letteratura americana, nel lavoro si evidenzia che oramai i soci più che essere *owners* sono *residual claimers*, ovvero, più che proprietari dell'impresa, lo sono dei titoli rappresentativi del capitale (le azioni). Essi, sempre più di frequente, non possono e non vogliono sostenere costi di monitoraggio riguardo all'operato degli amministratori e dei managers da essi delegati per l'esercizio dei poteri gestionali e spesso, potendo scegliere tra le opzioni alla Hirschmann "exit" o "voice", esercitano l'*exit* vendendo le azioni, deprezzando il valore dell'impresa e sottoponendo l'amministrazione e il management al rischio di scalate ostili.

A complicare ulteriormente il quadro è la figura degli investitori istituzionali (fondi pensione, fondi comuni di investimento, *hedge funds*, fondi di *private equity*, banche e assicurazioni) che hanno in comune l'attività di negoziare titoli societari per conto dei propri clienti, ma presentano finalità e strategie di portafoglio molto differenziate. La loro presenza ha generato un fenomeno definito "*shareholder activism*" che implica, come sottolinea l'autore, modalità di intervento nella *governance* tese ad eliminare il pericolo di scalate e ad indirizzare aspetti rilevanti della gestione.

Per superare le problematiche descritte derivanti dall'applicazione del modello principale –agente l'autore illustra, tra le altre, due nuove teorie di *governance*. La prima di esse è la *Stewardship Theory* in cui la incompatibilità di incentivi tra principale e agente è ridotta dall'importanza della reputazione e/o dalla identificazione del manager con la mission aziendale. La *stakeholder theory* parte invece dall'assunto che l'obiettivo della gestione aziendale sia quello di massimizzare il benessere di tutti gli *stakeholders* di lungo periodo, nella prospettiva di impresa interpretata come entità sociale.

Il mondo cooperativo

Nella seconda parte del volume l'autore si chiede se le motivazioni del recente interesse per i temi della *corporate governance* anche da parte del mondo cooperativo siano riconducibili ad un effetto imitazione delle dinamiche innescatosi nelle imprese capitalistiche o a criticità specifiche delle cooperative e se le stesse regole (*best practices*) e le stesse metodologie di analisi descritte per le *public company* valgano anche per le cooperative. La conclusione cui giunge è che i processi di demutualizzazione che possono trasformare, legalmente o di fatto, la cooperativa in una società capitalistica e che si verificano quando il controllo dell'impresa passa nelle mani di una ristretta oligarchia, siano da annoverarsi tra le cause principali dell'interesse per il tema della *governance* da parte di questa tipologia di imprese.

Per quanto concerne i paradigmi interpretativi, secondo l'autore una diversa configurazione dei diritti di proprietà implica regole di *governance* diverse e l'utilizzo di modelli alternativi. In particolare, si pone l'accento sul fatto che il modello principale agente non dota il principale nelle cooperative (socio) degli strumenti di incentivazione standard a causa della diversa natura dei diritti societari e delle conseguenti diverse norme di distribuzione del risultato economico, e che il diritto al voto e il diritto al residuo del socio vanno rivisitati in una prospettiva di sopravvivenza dell'impresa e di assunzioni di rischi declinate in chiave differente.

Nella cooperativa, infatti, si sottolinea come il diritto al residuo si manifesti nel diritto allo scambio mutualistico, che si concretizza nel ristorno (che nella società capitalistica non esiste), e come il voto rifletta una tutela non del rischio di perdita di capitale, ma una tutela dal rischio di perdere il proprio posto di lavoro. Poiché tale rischio è identico e la distribuzione del voto rispecchia tale distribuzione del rischio, il voto è capitario. Se, come sottolinea l'autore, spesso il consiglio di amministrazione nelle cooperative è costituito da soci che non hanno le competenze per controllare l'operato del management, l'unico approccio gestionale vincente per le imprese democratiche deve essere basato sui presupposti teorici della *Stewardship Theory*. Solamente rendendo il manager portatore di valori cooperativi si evita, infatti, il perseguimento del suo scopo personale (massimizzare la riserva indivisibile per accrescere il valore dell'impresa e il suo prestigio personale) o la sua sottomissione ad un Consiglio di Amministrazione che, se legato ad obiettivi di breve termine quali la massimizzazione del ristorno, mette in atto pratiche gestionali a discapito della sopravvivenza dell'impresa.

In tale prospettiva, le problematiche della *governance* cooperativa assumono una connotazione propria di quel tipo di impresa in cui la partecipazione democratica resta il perno fondamentale per consentire al socio cooperatore di essere messo nelle condizioni di esprimere la propria “*voice*” per tutelare i propri interessi e quelli degli altri soci, visto che non ha a disposizione strumenti di disciplina quali l’esercizio dell’“*exit*” descritto in precedenza.

Il tema della sopravvivenza delle cooperative nel lungo periodo, infine, è trattato in modo originale: se la cooperativa vuole sopravvivere deve ricorrere in modo massiccio all’autofinanziamento deprimendo la quota di reddito distribuito ai soci e generando un *trade-off* tutto cooperativo (più ristorno oggi, meno riserva indivisibile a tutela del domani). In tale modo l’autore pone il fuoco sul valore della Riserva Indivisibile che da sempre è lo strumento utilizzato per risolvere i problemi di capitale di rischio nell’impresa cooperativa e il mezzo per garantire la mutualità intergenerazionale.

Il libro di Antonio Zanotti costituisce uno dei rari esempi interpretativi della *corporate governance* declinata rispetto alle diverse tipologie di organizzazione produttiva. Il volume si caratterizza per una duplice metodologia espositiva: storica-giuridica-economica per ciò che concerne lo svilupparsi del dibattito teorico affrontato, aziendalista-istituzionale per quanto riguarda le caratteristiche delle dinamiche decisionali caratterizzanti le tipologie di imprese indagate e le funzioni obiettivo perseguite, con ricchezza di riferimenti storici e di letteratura giuridica, economica, aziendale.

Innanzitutto, è un libro scritto con una grande onestà intellettuale, senza preconcetti ideologici ed induce a profonde riflessioni sul cammino, ancora lungo, da percorrere sulla strada della teoria della *corporate governance*, ancora troppo tarata sulla *public company* e inadeguata a cogliere e regolamentare fenomeni che non appartengano a tale tipologia di impresa. In secondo luogo, costituisce uno stimolo per il mondo manageriale della cooperazione ponendo l’attenzione su aspetti rilevanti della gestione quali il *trade-off* ristorno/riserva indivisibile che determinano problemi di sopravvivenza delle imprese e che richiedono un’attenta ed attuale analisi dei principi cooperativi. Inoltre, fornisce anche uno strumento di difesa contro i sostenitori della presunta inefficienza delle cooperative perché se l’impresa non ha lo scopo di massimizzare il profitto, ma quello di massimizzare il valore dello scambio mutualistico e il surplus cooperativo (il residuo totale finale), va valutata con riferimento a tale obiettivo.

In terzo luogo, il lavoro induce a profonde riflessioni anche sull’evoluzione della figura del principale/proprietario delle *public company* che persegue funzioni obiettivo vecchie, ma con nuove modalità, o nuove con nuove strategie.

Lo *shareholder activism*, ad esempio, costituisce un caso di ingerenza nella

gestione delle imprese legata a finalità non solo di incremento del valore dell'impresa, ma legate, ad esempio, alla conservazione del patrimonio nel caso in cui l'investitore sia una banca creditrice.

I fondi pensione potrebbero, per perseguire fini sociali, deprimere la massimizzazione dei risultati economici. La possibilità di scalate ostili nelle *public company*, che si affianca e contrappone al tempo stesso alle reti associative di cooperative (aventi funzioni di controllo e indirizzo), quale strumento di disciplina del management, delineano nuove tipologie di scenari in cui può essere interpretata la *governance* e ci forniscono nuovi spunti di riflessione sul ruolo di tutti gli agenti economici.

In tale prospettiva, anche la *public company* potrebbe mutuare dalle cooperative buone pratiche di gestione legate alle reti d'impresa.

Il volume, infine, rappresenta una lucida ed attenta sintesi della estesa letteratura sul tema della *Corporate governance*, ma ancora carente di modelli interpretativi applicabili all'impresa cooperativa. Infatti, la principale perplessità che potrebbe insorgere nel lettore alla fine del lungo *excursus* è legata al suggerimento della *Stewardship Theory* come paradigma interpretativo del modello cooperativo che riteniamo basato su ipotesi eccessivamente restrittive e che presuppongono una minore qualità gestionale nell'impresa democratica. Ovviamente la carenza non è attribuibile all'autore, ma alla ricerca su questi temi che richiede arricchimenti e nuovi modelli di analisi. Il libro di Zanotti è uno stimolo a compiere un passo avanti importante in questa direzione.