

Università di Parma

Centro Internazionale di Studi Cooperativi

L'impresa cooperativa: caratteristiche e opportunità

Parma, 21 settembre 2023

Roberto Genco, Accesso al credito e mercato dei capitali

1. Accesso al credito e struttura patrimoniale delle cooperative.

Per circoscrivere il campo di questo intervento inizierei con una provocazione: le cooperative non hanno problemi di accesso al credito sul piano macro (o almeno sul piano della struttura societaria) in termini diversi dalle altre forme di impresa, a parità di dimensione, settore economico, requisiti di accesso.

Questa affermazione è apodittica e attendo una smentita.

Ma su questo presupposto lascerei sullo sfondo il tema, per concentrarmi invece su uno dei principali presupposti dell'accesso al credito, ovvero la struttura patrimoniale approcciando la questione con la **variabilità del capitale**, che senza dubbio rappresenta una delle principali caratteristiche istituzionali delle società cooperative. La variabilità del capitale è compensata da almeno due peculiarità strutturali delle cooperative costituite

- dal regime del **patrimonio indivisibile** (di derivazione fiscale a fini agevolativi, ma molto diffuso anche sulla base di una opzione meramente statutaria)
- dal regime della **riserva legale** (30% degli utili senza alcun limite di completamento).

Sono entrambi fattori di stabilità patrimoniale che, almeno per le imprese già avviate, compensano ampiamente le difficoltà di accesso al credito per questo settore imprenditoriale.

D'altra parte, se volgiamo un rapido sguardo alla disciplina del capitale sociale nel contesto europeo ¹, anche senza potere riconoscere un superamento del criterio del patrimonio netto ², emergono numerosi elementi che portano a non considerare in

¹ Cfr. FERRI Jr., La funzione del capitale sociale nel diritto azionario europeo, in Riv. Soc., 2022, 683 ss., CERRATO, Capitale sociale e corporate governance: passato, presente e futuro, in Riv. Soc., 2022, 697 ss.

² I riferimenti in letteratura sono estremamente ampi: per un'ampia rassegna cfr. CERRATO, op. cit., in part. pp. 698 s., note 4, 5 e 6.

modo rigido le principali differenze istituzionali delle società mutualistiche rispetto alle realtà lucrative. Provo a riassumerli in questi tre punti relativi alle regole di conservazione del capitale:

a) capitale minimo legale: il regime delle lucrative è diverso, ma per tutte le forme di società manca una regola generale relativa alla adeguatezza rispetto al programma di attività;

b) riduzione volontaria del capitale: non si trovano differenze, salvo qualche anomalia operativa (iscrizione della delibera nel registro delle imprese ai fini dell'opposizione dei terzi creditori);

c) perdita del capitale sociale: le conseguenze sono analoghe rispetto alla generale indisponibilità di distribuzione degli utili e sono anzi rafforzate nelle coop dal limite (relativo) previsto dall'art. 2545 quinquies, comma 2, c.c.³, oltre che dal limite (fiscale) alla distribuzione dei dividendi nel caso di copertura di perdite pregresse mediante utilizzo di riserve indivisibili⁴;

d) perdita grave del capitale sociale: anche qui non ci sono differenze significative nel regime di allerta ma esclusivamente rispetto agli obblighi di riduzione, oltre alle conseguenze legate al riferimento del capitale minimo legale.

Non si può infine trascurare, in questa pur sommaria ricognizione, la rilevanza di importanti regimi speciali o derogatori⁵, che confermano ulteriormente la relatività delle regole di adeguamento del capitale nominale al valore reale in presenza di perdite. Esse riguardano in particolare il regime delle crisi d'impresa (artt. 20, 64, 89, 120-bis CCI) e le startup innovative (art. 26, d.l. 179/2012, conv. l. 221/2012), oltre ai ripetuti interventi legislativi connessi al regime di emergenza COVID.

Si vedrà tra breve in modo analitico come, accanto al capitale sociale dei soci cooperatori, si collochi il capitale dei finanziatori, che può essere formato

- dai conferimenti dei soci sovventori (art. 4, legge 59/1992)
- dalle azioni di partecipazione cooperativa (art. 5 e 6, legge 59/1992)
- dalle azioni dei soci finanziatori (art. 2526 c.c.)
- dagli apporti al patrimonio netto rappresentati da strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, richiamati nell'ordinamento cooperativo dall'art. 2526 c.c.).

Purtroppo i principi contabili OIC non aiutano a fare luce su questa complessità limitandosi a riconoscere la natura di capitale sociale ai soli strumenti finanziari previsti dalla legge 59/1992, senza nulla dire riguardo alle forme di equity contemplate dall'art. 2526.

³ "Possono essere distribuiti dividendi, acquistate proprie quote o azioni ovvero assegnate ai soci le riserve divisibili se il rapporto tra il patrimonio netto e il complessivo indebitamento della società è superiore ad un quarto. La condizione non si applica nei confronti dei possessori di strumenti finanziari."

⁴ Si tratta dell'art. 3, comma 1, della legge 28/1999, modificato dall'art. 4, comma 12-ter, del d.l. 66/2014, convertito con mod. dalla l. 89/2014.

⁵ Cfr. CERRATO, op. cit., 703

A ben vedere queste forme di capitalizzazione realizzabili da soggetti diversi dai soci cooperatori rappresentano un terzo pilastro, accanto al regime della riserva legale e a quello delle riserve indivisibili, della capitalizzazione delle cooperative che portano a escludere (ripeto: per le imprese già avviate) un significativo handicap patrimoniale nell'accesso al credito.

Mi auguro che quest'ultima osservazione, sorretta da considerazioni meramente empiriche, possa presto trovare conferma in una ricerca che abbiamo avviato nell'ambito delle attività del C.i.s.c., sul ruolo dei Fondi mutualistici a sostegno della qualità imprenditoriale del sistema cooperativo.

2. Soci finanziatori e finanziatori non soci: un rapporto peculiare nell'impresa mutualistica.

La presenza nelle coop di soci finanziatori, cioè di soggetti che diventano soci pur non essendo portatori di un interesse mutualistico diretto, risale a ormai trent'anni fa, con la legge 59/1992.

Si tratta di un'esperienza tuttora attuale, che ha anzi trovato pieno compimento, sul piano degli strumenti societari, con l'art. 2526 c.c.

Nel regime vigente si può affermare che le coop godono pienamente di una "pari opportunità di finanziamento" rispetto alle società lucrative almeno per quanto riguarda il modello della coop-SPA.

Della coop-SRL dirò tra poco.

Per le coop-SPA l'art. 2526 opera un richiamo pieno a tutti gli strumenti di finanziamento previsti dall'ordinamento delle società azionarie, che comprende l'intera gamma dell'equity, del debito e, forse soprattutto, delle varie forme ibride che l'autonomia statutaria può creare.

Il rinvio alla disciplina degli strumenti lucrativi opera, come è noto, in un contesto di salvaguardia delle caratteristiche cooperative e mutualistiche della società e comporta limiti imperativi non valicabili dalla pur ampia autonomia statutaria e che riguardano

- i diritti di voto assembleari
- i diritti di presenza negli organi societari
- la salvaguardia erga omnes dell'indivisibilità delle riserve (sia di fonte legale sia di fonte statutaria)

Le limitazioni dei diritti amministrativi e patrimoniali, definendo i confini definiscono anche l'area della legittimità dell'autonomia statutaria e implicitamente individuano i "limiti valicabili" entro i quali lo statuto può legittimamente regolare i rapporti tra le diverse categorie di soci o comunque con i soggetti che finanziano la società sopportando con i soci il rischio di impresa in modo più o meno pieno.

Anzi per una curiosa coincidenza si prestano a trovare applicazione nelle cooperative proprio gli strumenti ibridi e le forme azionarie connotate da una anomala calibratura

dei contenuti di rischio economico e di potere amministrativo: si pensi alle azioni correlate o a quelle con voto limitato.

Questa osservazione riguarda in primo luogo il rispetto dei limiti imperativi di legge: caso tipico è proprio quello delle azioni con voto limitato.

Ma riguarda anche altre forme di adattamento statutario a specifici “motivi soggettivi” del finanziamento che possono non coinvolgere l’intera attività della cooperativa e trovare un’idonea calibratura del rischio di impresa.

Detto in chiaro: regole specifiche di sopportazione del rischio di perdita e/o di distribuzione dei risultati dell’attività.

Quando (un po’ ingenuamente) la legge 59/1992 definiva il capitale dei sovventori come “fondo per lo sviluppo aziendale” o quando poneva a presupposto per l’emissione di a.p.c. l’adozione di “procedure di programmazione pluriennale”, essa individuava *in nuce* una distinzione tra il servizio mutualistico ai soci e lo sviluppo dell’impresa.

Senza enfatizzare troppo le conseguenze sul piano societario, mi sembra che questo ragionamento renda gli SFP nelle cooperative il paradigma del finanziamento societario partecipativo, cioè di un apporto finanziario effettuato da soggetti ai quali non spetta il governo societario (riservato dalla legge ai soci cooperatori) ma che possono condizionare i criteri di gestione e orientarli alla massimizzazione dello sviluppo imprenditoriale (o almeno alla minimizzazione dei rischi di scelte inefficienti che possono rispondere solo a un malinteso interesse mutualistico immediato).

Mi sento di fare questa affermazione, sperando di non essere frainteso, tenendo conto dell’attuale assetto del mercato cooperativo dei capitali (un mercato essenzialmente domestico) ma anche dei possibili sviluppi che si vanno delineando nel senso della creazione di una borsa dell’economia sociale.

Riprenderò tra breve il tema, insieme ad alcune considerazioni finali sui rischi di demutualizzazione connessi alla presenza dei finanziatori nelle coop.

3. Dalla riforma del diritto societario alla “nuova” disciplina delle SRL-PMI.

Il tema degli strumenti finanziari cooperativi richiede un discorso a parte per le coop-SRL, che costituisce un’occasione per rileggere il principio di pari trattamento delle società mutualistiche.

La riflessione specifica si giustifica per almeno tre motivi:

- a) l’ambigua formulazione della norma originariamente contenuta nell’art. 2526, ultimo comma, c.c.
- b) l’ancora più oscura norma di interpretazione autentica dello stesso art. 2526, ultimo comma, incoerente con qualunque altro riferimento normativo
- c) la radicale evoluzione della disciplina degli strumenti finanziari delle SRL, che ha fortemente modificato (stravolto?) il modello societario definito dalla Riforma del 2003.

La SRL, nella riforma del 2003 è (o forse sarebbe meglio dire “era”) configurata come società “privata” (non necessariamente di piccole dimensioni ma comunque) preclusa all’accesso al mercato dei capitali sia di equity sia di debito, attraverso strumenti finanziari “di massa”. Resta consentito, nell’impianto originario, esclusivamente il finanziamento attraverso accordi “privati” basati sul piano statutario (equity) ovvero l’emissione di titoli di debito (obbligazioni) triangolata con la garanzia di un intermediario vigilato.

Nel disciplinare le coop-SRL l’**art. 2526 comma 4**, recita che

“La cooperativa cui si applicano le norme sulla società a responsabilità limitata può offrire in sottoscrizione strumenti privi di diritti di amministrazione solo a investitori qualificati.”

Era abbastanza lineare, con questi riferimenti normativi, l’interpretazione più restrittiva che limitava l’emissione di strumenti di debito (“privi di diritti di amministrazione”) al solo collocamento presso investitori qualificati e precludeva radicalmente l’emissione di strumenti di capitale, riservati alle coop-SPA (l’art. 2526, nei precedenti commi, qualificava sia il socio sovventore sia gli strumenti ibridi sulla base del rinvio alla normativa delle SPA, evidentemente non operante per le coop-SRL).

Sulla disposizione è intervenuta una norma di **interpretazione autentica** (art. 11, comma 3-bis, d.l. 23 dicembre 2013, n. 145, conv. l. 21 febbraio 2014, n. 9) secondo la quale

“nelle cooperative a cui si applica la disciplina delle srl, il limite dell'emissione di strumenti finanziari si riferisce solo ai titoli di debito.”

La norma invero non sembra interpretare granché ..., salvo potersene dedurre che le coop-SRL possono emettere senza limiti titoli non di debito. Restando comunque preclusa la possibilità di ricorrere agli strumenti azionari e ibridi previsti per le coop-SPA, per i motivi sopra accennati, l’unica residua possibilità era quella di riconoscere l’accesso agli strumenti previsti dall’ordinamento cooperativo, e cioè dalla legge 59/1992 (socio sovventore e a.p.c.).

Un quadro piuttosto misero, se confrontato con le possibilità attivabili dalle coop-SPA, ma comunque tale da offrire un minimo di risposta ai bisogni finanziari di imprese in genere di piccola dimensione e formate da compagini ristrette.

Piuttosto che dal diritto cooperativo le novità per questo comparto derivano però dall’evoluzione che ha avuto il settore delle SRL lucrative. Le innovazioni introdotte in questo ambito sono state estese infatti (dopo una prima sperimentazione riservata alle startup innovative) a tutte le SRL che si configurassero come PMI e prevedono una realtà completamente diversa dal modello di SRL emerso dalla Riforma.

Questo nuovo quadro non si riferisce soltanto alla strumentazione finanziaria in senso stretto, ma modifica radicalmente lo stesso rapporto delle imprese con il mercato finanziario e con i suoi operatori.

La nuova normativa ⁶ dispone fra l'altro che le **SRL-PMI** ⁷, con previsione statutaria

a) possono creare **categorie di quote fornite di diritti diversi**, anche in deroga all'art. 2468, commi 2 e 3, cioè

a.1) determinate anche in misura non proporzionale al conferimento

a.2) fornite di particolari diritti sull'amministrazione e/o sulla distribuzione degli utili: la facoltà già prevista rispetto a singoli soci viene in questo modo oggettivizzata come carattere della partecipazione che è quindi trasferibile a terzi con il relativo contenuto

b) possono creare categorie di **quote prive del diritto di voto**, o con voto non proporzionale alla partecipazione, ovvero limitato a particolari argomenti o subordinato a condizione non meramente potestativa, anche in deroga all'art. 2479, comma 5 (cioè anche dotate di voto non proporzionale alla partecipazione).

Le sole **SRL innovative** ⁸ possono invece emettere **strumenti finanziari** forniti di diritti patrimoniali e/o amministrativi, escluso il diritto di voto nelle decisioni dei soci, corrispondenti all'apporto di beni, servizi o opere effettuato da soci o da terzi (come si vede questa formulazione è identica a quella relativa agli strumenti ibridi del diritto delle SPA, ex art. 2346, comma 6).

Senza forzare troppo le analogie basate sulla tipizzazione dei modelli societari, mi sembra comunque suggestivo un parallelo tra le caratteristiche della coop-SRL e quelle della SRL lucrativa come modificata dalla normativa in esame. Le riforme che hanno portato all'attuale assetto della SRL-PMI hanno fortemente cambiato il modello di riferimento presupposto dalla riforma societaria del 2003, in cui la SRL è configurata come una società formata da soci fortemente coinvolti nell'attività e consapevoli della gestione o almeno dotati di forti poteri di controllo: società con soci tutti qualificabili come "imprenditori" e "chiusa" alla partecipazione di soci meramente "investitori".

L'evoluzione del modello originario (che è affiancato e non sostituito dal nuovo modello di società SRL-PMI) ha chiaramente l'intento di politica economica di sostenere lo sviluppo finanziario delle imprese di piccola dimensione mediante il coinvolgimento di soci portatori di interessi eterogenei (meramente finanziari).

Le modalità di questo coinvolgimento sono demandate, ancora una volta, all'autonomia statutaria alla quale spetta non solo e non tanto l'opzione di avere relazioni con soci finanziatori (senza l'onere della trasformazione in SPA) quanto

⁶ Art. 26 del d.l. 179/2012, conv. con mod. dalla legge 221/2012 e successivamente modificato dall'art. 4, d.l. 3/2015, conv. dalla l. 33/2015 e dall'art. 1, comma 69, l.232/2016.

⁷ Sono qualificate come PMI le imprese con meno di 250 dipendenti e che abbiano un fatturato inferiore a € 50 mln ovvero un attivo patrimoniale inferiore a € 43 mln.

⁸ Le startup innovative (artt. 25 ss., d.l. 179/2012, conv. dall'art. 1, comma 1, l. 221/2012, e ripetutamente modificati) devono, fra l'altro, avere una maggioranza di soci persone fisiche; essere costituite entro un periodo massimo di 60 mesi; avere dipendenti per almeno un terzo dotati di un dottorato di ricerca o titoli equivalenti; sostenere spese in misura qualificata in attività di ricerca; svolgere attività di produzione di beni o servizi di carattere innovativo; essere titolari di una privativa industriale.

soprattutto quello di conformare il contenuto delle relazioni negli specifici contenuti degli strumenti finanziari in cui si incardinano i diritti sociali.

In questa ottica mi sembra tutt'altro che infondato un parallelo tra "soci imprenditori" della SRL-PMI e "soci cooperatori" della coop-SRL.

Preso atto di queste innovazioni normative, se ne può dedurre che anche alle coop-SRL qualificabili come PMI si possono applicare le possibilità di finanziamento previste per le SRL-PMI.

Questo significa che, in particolare, la raccolta di capitale di rischio per le coop-SRL non è più circoscritta agli strumenti della l. 59/1992, i quali risultano entrambi piuttosto rigidi nel loro contenuto sia economico che amministrativo.

La disciplina delle "quote speciali" può consentire nelle coop l'applicazione ai soci finanziatori di regimi speciali che contemplino (a titolo esemplificativo):

- un diritto di voto non regolato dal principio di voto capitario e proporzionale alla partecipazione (eventualmente contingentato)
- privilegi nella nomina degli organi sociali
- privilegi nella sopportazione delle perdite e/o nella distribuzione degli utili.

È da sottolineare che questi regimi speciali, che dovranno essere contemplati dagli statuti, possono avere contenuti difformi rispetto alla disciplina legale del socio sovventore e delle a.p.c., ma dovranno comunque osservare i limiti imperativi contemplati in via generale dal codice civile (intangibilità delle riserve indivisibili; limiti al diritto di voto e limiti al diritto di nomina degli organi sociali per la categoria dei soci finanziatori).

4. L'attuale struttura del mercato dei capitali coop e la possibile evoluzione verso una borsa del terzo settore.

Le ultime osservazioni svolte portano a riconoscere una pressoché completa equiparazione tra coop-SRL e coop-SPA rispetto alle prassi statutarie ormai consolidate negli interventi realizzati dagli investitori istituzionali del sistema coop, che si possono sintetizzare in alcuni specifici covenant di larga diffusione e che in gran parte rispondono all'esigenza di garantire ai finanziatori diritti certi nel rispetto dei drastici limiti di voto previsti dalla legge (1/3 dei voti esprimibili in ciascuna assemblea):

- nomina riservata di rappresentanti negli organi sociali (per un massimo di 1/3 dei componenti)
- postergazione nella sopportazione delle perdite
- regole di destinazione dei risultati economici:
 - priorità del dividendo rispetto al ristorno mutualistico
 - predeterminazione di un dividendo minimo garantito in presenza di utili
 - maggiorazione del dividendo rispetto a quello attribuito ai soci cooperatori

- spettanza del dividendo indipendentemente dalla delibera assembleare (in capienza di utili)

- recuperabilità del dividendo garantito sulla base di un periodo pluriennale anziché dell'utile di esercizio.

NB: Queste regole di remunerazione possono essere variamente combinate tra di loro e possono realizzarsi in forma sia di dividendo immediato sia come rivalutazione del capitale investito (capitalizzazione del dividendo).

È da ormai trent'anni che il mercato dei capitali cooperativo (nel senso di mercato delle partecipazioni nelle coop), auspicato ma molto spesso anche temuto, ha preso e conservato una sua fisionomia molto netta. È un mercato domestico, creato da pochi soggetti di matrice cooperativa: i Fondi mutualistici, CFI, le finanziarie coop territoriali, gli amici della singola cooperativa (tra cui gli stessi soci operatori).

Un mercato, si fa per dire, in cui si realizzano investimenti in partecipazioni ma non si realizzano scambi di queste partecipazioni, e in cui il disinvestimento è a carico dello stesso soggetto finanziato (la cooperativa). Soggetto finanziato che ha quindi un forte potere/onere contrattuale di conforme le regole dell'investimento, il che avviene in funzione del singolo investitore ben conosciuto (anche se spesso ... cambia faccia).

La prassi/etica cooperativa ha grandissimo ruolo nella determinazione delle regole dell'investimento che resta in grandissima parte legato a specifici investitori qualificato da ben precisi tratti soggettivi.

È un mercato certamente anomalo che però esiste e consente di effettuare investimenti (e disinvestimenti) in capitale delle cooperative. Le quali a loro volta sostengono investimenti in economia reale e innescano processi di capitalizzazione stabile da parte dei loro soci operatori.

Questa è la realtà attuale che ha prodotto il lungo processo di affermazione dei soci finanziatori nelle coop.

La prospettiva che si apre ulteriormente è quella di creare un mercato non più domestico ma aperto al pubblico degli investitori. Un mercato dei capitali aperto che sia un luogo di raccolta finanziaria per le imprese ma anche un luogo di scambio di partecipazioni. Questa prospettiva incontra almeno due snodi invalicabili:

- il regime del **diritto di voto**, ma ancora prima l'incompatibilità del modello societario cooperativo con il **concetto di controllo societario**

- il regime dell'**indivisibilità del patrimonio**.

Questi aspetti istituzionali non sono superabili, perché porrebbero l'impresa al di fuori del contesto cooperativo (societario, oltre che valoriale), ma seppure anomale non sono del tutto incompatibili con le logiche di un mercato di investimento finanziario. Certamente il primo problema evidenziato preclude le finalità dell'investitore dall'obiettivo di acquisire il controllo proprietario, ma è comunque compatibile con poteri di intervento nella governance, di condizionamento e vigilanza sull'attività

sociale, che a un (piccolo) investitore possono essere sufficienti per una scelta conveniente e consapevole.

Quanto al secondo problema, se è vero che il patrimonio indivisibile è sottratto alla proprietà pro-quota dell'investitore è anche vero che l'investimento non deve scontare la parte di sovrapprezzo corrispondente al patrimonio accumulato dall'impresa già avviata.

Anche un investimento in un'impresa cooperativa presenta quindi profili di razionalità e convenienza che lo rendono compatibile con le possibili finalità di interesse finanziario. Naturalmente è necessario un lavoro particolarmente attento sul piano statutario e soprattutto un'accurata selezione dei soggetti investitori, che siano portatori di interessi di investimento compatibili con le caratteristiche dell'impresa finanziata.

Certamente il lavoro di costruzione di una borsa cooperativa (o dell'economia sociale) può avere importanti ricadute non solo sulle imprese potenziali destinatarie e beneficiarie degli investimenti, ma anche sugli attuali soggetti investitori, che hanno tutto l'interesse a trovare partner nelle loro attività istituzionali.

Un'ultima considerazione relativa ai rischi che la presenza dei finanziatori può comportare nelle cooperative. Abbiamo già visto i limiti ai poteri di voto e di partecipazione alla governance dell'impresa. Si tratta di limiti che generalmente offrono una garanzia adeguata alla conservazione del carattere mutualistico dell'impresa.

Il sistema normativo presenta però un elemento di debolezza nel momento in cui consente di cumulare i voti (limitati) dei finanziatori con quelli di soci cooperatori che siano divisi in più fazioni. In questo caso una minoranza di soci cooperatori che converga sulle posizioni dei finanziatori può ottenere la maggioranza dell'assemblea. Finché si tratta di una decisione "ordinaria" questa anomalia può rientrare nella fisiologica dialettica assembleare.

Sono però possibili decisioni più radicali (da ultima la trasformazione in società lucrativa) rispetto alle quali penso che questa anomalia dovrebbe essere corretta.

È vero che l'ordinamento riconosce la legittimità della trasformazione, ma la salvaguardia del modello cooperativo non può cedere davanti alla volontà di una minoranza di soci cooperatori.

Non è questa la sede per individuare soluzioni tecniche (sul piano delle regole assembleari o della vigilanza amministrativa), ma credo che il principio di conservazione della cooperativa non possa essere lasciato soltanto alla consapevolezza statutaria.