

Introduzione

Il tema della *corporate governance*, relativo al modo di funzionamento delle strutture di governo societario, ha da sempre interessato gli studiosi della teoria economica, identificandovi elementi di grande curiosità per la comprensione del più vasto ambito del funzionamento delle imprese.

Nel primo capitolo del presente lavoro verrà analizzato il concetto di *corporate governance*, illustrandone l'evoluzione e le definizioni di più largo consenso elaborate dalla teoria economica e aziendale (*par. 1*), con uno sguardo comparato alle diverse impostazioni dei Paesi industrializzati; di seguito invece verrà esaminato il classico problema della separazione tra proprietà e controllo, analizzandone riflessi e caratteristiche a seconda del contesto di riferimento e degli assetti proprietari (*par. 2*). Successivamente, per poter dare un quadro giuridico di riferimento al tema in esame, verrà presentata sinteticamente la riforma del diritto societario introdotta in Italia con il d.lgs. 17 febbraio 2003, n. 6 (e successivi interventi correttivi, d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37), che ha apportato importanti innovazioni nell'ordinamento in materia di governo societario (*par. 3*); a seguire, con lo scopo di presentare anche un quadro di riferimento internazionale, si definiranno le caratteristiche fondamentali dei codici di autodisciplina di alcuni Paesi ritenuti maggiormente significativi, per poi analizzare più specificatamente quello italiano (*par. 4*), che verrà ripreso, con maggior dettaglio, nel capitolo successivo, con la trattazione del tema degli amministratori indipendenti.

In chiusura (*par. 5*) verranno esaminate e confrontate tra loro alcune teorie sulla *corporate governance*, in modo da fornire un quadro teorico di riferimento sulla cui base, nel prosieguo della trattazione, si cercheranno di avanzare considerazioni e analisi.

1. Corporate governance: definizioni

L'espressione *corporate governance* identifica un oggetto di studio molto vasto, da tempo¹ al centro del dibattito politico e scientifico nei maggiori paesi industrializzati². Gli scandali finanziari e contabili verificatisi negli ultimi anni hanno portato un'ondata di interventi volti a regolamentare il sistema di governo delle imprese, nella ricerca di maggiori garanzie per gli investitori, aumentando obblighi e adempimenti in capo ad amministratori e *manager* ed inasprendo le relative pene in caso di accertamento di determinati reati³.

I casi di Enron, WorldCom, Adelphia e Tyco negli Stati Uniti, di Ahold in Olanda, i dissesti di Parmalat, Cirio, Freedomland in Italia (con tutti gli strascichi giudiziari), la bancarotta argentina, gli scandali delle Banche dei Laender tedeschi e della casa automobilistica Volkswagen, seppure con modalità ed intensità differenti, si sono verificati in un arco temporale estremamente limitato, sensibilizzando ad una profonda riflessione internazionale sul tema della *governance*⁴.

La portata di tali scandali indica con chiarezza che, quello a cui ci si trova di fronte, è un tema la cui trattazione non può prescindere da una valutazione di carattere globale; nel presente

¹ I problemi legati alla *corporate governance* non sono nuovi tra gli studiosi, Tricker osserva in realtà come tali tematiche siano "antiche quanto la nascita del commercio"; TRICKER R. (1998), *On Ownership and Control*, in *Corporate Governance - an International Review*, vol. 6, n. 2, pag. 75 – Tra le prime opere che hanno rilevato l'importanza del problema si ricordano SMITH A. (1776), *On the Wealth of Nations*, Glasgow; MARSHALL A. (1920), *Industries and Trades*, MacMillan, New York.

² Scrive il Forestieri: "Il problema della *corporate governance* è importante per diverse ragioni. Da un lato, si assume che esso costituisca una leva fondamentale della competitività delle aziende; rappresenti cioè una chiave attraverso cui massimizzare l'efficacia della gestione; più in generale per ottimizzare le performance [...]. Dall'altro lato, dal modello di *corporate governance* dipende il livello di accountability delle aziende; dipende cioè l'ampiezza della responsabilità attribuita ai decisori aziendali e l'efficacia del contributo cui essi sono sottoposti"; FORESTIERI G. (1998), *La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura*, in AIROLDI G., FORESTIERI G. (a cura di) (1998), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, ETAS, Milano, pag. 3.

³ Negli Stati Uniti, a soli dieci mesi di distanza dal fallimento del colosso energetico Enron, causato dalla speculazione sui derivati perpetuata con la complicità dei controllori esterni, il congresso ha approvato il "Sarbanes-Oxley Act", dal nome dei due senatori uno repubblicano e l'altro democratico che, in un momento di estrema conflittualità tra i due partiti, hanno comunque ritenuto che l'esigenza di dotare le imprese di nuove regole per la tutela e l'integrità del sistema economico fosse da mettere al primo posto nell'agenda politica, con un accordo *bipartisan*; per un approfondimento si vedano, tra gli altri, BAGELLA M. (a cura di) (2007), *I mercati finanziari hanno un'anima?*, Bancaria Editrice, Roma, pp. 62-67 – LANDER, G. (2004) *What is Sarbanes-Oxley*, McGraw-Hill, New York – REZAEI Z., PANKAJ J.K. (2005), *The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Security Market Behavior: Early Evidence*, University of Memphis, May – HOLMES M.C., NEUBECKER D. (2006), *The impact of the Sarbanes-Oxley act 2002 on the information systems of Public Companies*, in *Issues in Information Systems*, vol. 7, n. 2, pp. 24-28.

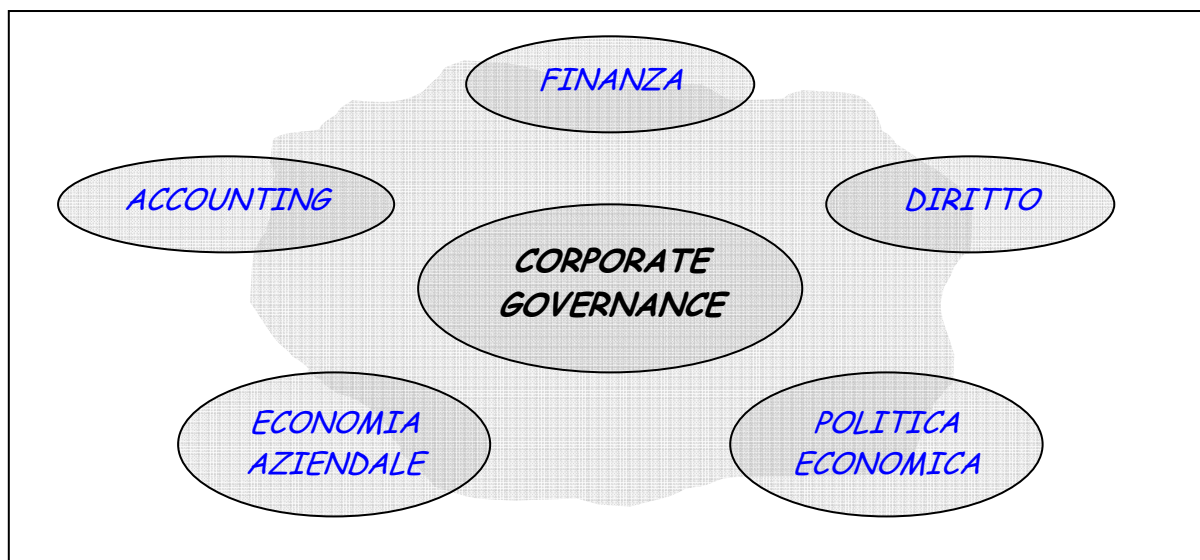
⁴ Monks e Minow, in una delle loro opere più celebri sul tema della *corporate governance*, analizzano in maniera efficace i dieci maggiori scandali finanziari avvenuti negli Stati Uniti nei dieci anni precedenti, illustrando le frodi commesse, le perdite che queste hanno comportato per gli azionisti delle rispettive società e le pene inflitte dagli organismi di vigilanza e dalle Authority; MONKS R., MINOW N. (2004), *Corporate Governance*, Blackwell Publishing, Oxford.

lavoro, lo sguardo verso quelle che sono considerate le *best practice* internazionali in tema di governo societario sarà costante, ritenendo riduttivo analizzare il sistema di *corporate governance* italiano senza uno sguardo comparato.

In relazione all'ampiezza del tema in discussione e alla differente impostazione logica derivante dalla prospettiva in cui viene analizzato, è opportuno ed utile definire i contorni della disciplina, in modo da ricondurla all'interno dei confini nei quali si ritiene debba essere rappresentata, ovvero quelli dell'economia aziendale.

A titolo esemplificativo, è possibile individuare cinque differenti prospettive di osservazione⁵ (figura 1):

Figura 1 – Prospettive di osservazione della corporate governance



Fonte: Elaborazione propria su PUGLIESE (2008).

Occorre precisare, come si evince anche dall'area ombreggiata all'interno della figura, che le cinque prospettive di osservazione presentate non sono mutuamente esclusive tra loro, bensì presentano elementi comuni di riferimento.

Si presentano brevemente i tratti essenziali delle prospettive su rappresentate:

- **Corporate governance e accounting:** regole contabili e meccanismi di *governance* per loro stessa natura possiedono un forte legame, identificabile anche dal processo di

⁵ PUGLIESE A. (2008), *Percorsi evolutivi della corporate governance*, CEDAM, Padova, pp. 19-25.

convergenza verso un *corpus* unico di principi contabili internazionali, guidato dallo Iasb⁶. La ricerca al riguardo si è ampiamente interessata al ruolo del bilancio quale strumento per ridurre le asimmetrie informative esistenti tra i diversi attori del mercato finanziario e per disciplinare e valutare il *management*⁷;

- ***Corporate governance e finanza***: l’influenza della finanza sul dibattito in materia di governo societario è sempre stata notevole e tuttora presenta un peso importante nei contributi accademici. Come meglio verrà analizzato nel prosieguo della trattazione, la separazione tra proprietà e *management* ed i meccanismi di controllo sull’operato di quest’ultimo hanno condizionato in maniera significativa la discussione politica sul tema, producendo interventi normativi di natura rilevante;
- ***Corporate governance e politica economica***: il ruolo della politica economica sul tema è evidente in tutti i paesi nei quali è sentita la necessità del miglioramento degli assetti istituzionali e dei meccanismi di controllo dell’operare delle imprese. Al riguardo, l’aspetto che maggiormente preme sottolineare, anche in relazione al tema del presente lavoro, è la volontà dello Stato di garantirsi un ruolo importante in settori strategici per lo sviluppo economico del Paese, anche a seguito di processi di privatizzazione volti a liberalizzare ed efficientare i mercati⁸;
- ***Corporate governance e diritto***: gli interventi del legislatore in materia societaria e dei mercati finanziari hanno un impatto immediato sui sistemi di governo delle imprese, condizionandone struttura ed equilibri. Non è raro che sistemi giuridici male articolati, a volte derivanti dal semplice “trasferimento” di modelli presenti in altri paesi, senza intelligenti adeguamenti al contesto di riferimento, possano incidere negativamente sui comportamenti dei soggetti destinatari dei provvedimenti stessi, generando l’effetto inverso a quello desiderato;

⁶ DI PIETRA R. (2005), *Governo aziendale e standard contabili internazionali*, CEDAM, Padova.

⁷ La relazione tra *financial statement* e *corporate governance* è stata oggetto di studio di numerosi autori. Per avere una *review* esaustiva sul tema è utile consultare BUSHMAN R., SMITH A. (2001), *Financial Accounting Information e Corporate Governance*, JAE Rochester Conference April 2000, dove viene presentato un modello di relazione dinamica tra il livello di protezione degli investitori e il ruolo assunto dal bilancio d’esercizio.

⁸ Un esempio è il dibattito politico sul tema della privatizzazione di Alitalia, “compagnia di bandiera” nel settore del trasporto aereo; le contrapposte esigenze di rilancio della Società, attraverso l’apertura al capitale privato, che dovrebbe essere in grado di migliorare l’efficienza e la profittabilità, e di mantenimento della stessa nella proprietà di “imprenditori italiani”, ha raggiunto il livello estremo di portare la compagnia sull’orlo del fallimento, a causa dei lunghi ritardi nelle trattative con i vari interlocutori, con un conseguente notevole aggravio di costi a carico dello Stato (aumenti di capitale e prestiti ponte).

- ***Corporate governance ed economia aziendale***: appare evidente il legame dei modelli di *governance* con le strutture organizzative delle imprese⁹, con le scelte strategiche da queste poste in essere e più in generale con il processo volto alla creazione del valore¹⁰.

Risulta difficile presentare una definizione univoca di *corporate governance*, in grado di racchiudere tutti gli aspetti e le funzioni che l'espressione raggruppa in sé.

Le innumerevoli definizioni elaborate dagli studiosi in materia dimostrano quanto sia acceso il dibattito e l'interesse verso il tema del buon governo societario¹¹.

Senza la pretesa di voler essere esaustivi e con i limiti evidenti nel poter offrire una definizione completa all'oggetto di studio, vengono comunque di seguito evidenziati i contributi, ritenuti maggiormente significativi a parere di chi scrive, sul tema della *corporate governance*. Anzitutto si può osservare come il concetto di “*Governare deriva dal latino gubernator, timoniere, e indica appunto il modo in cui le imprese vengono guidate e in particolare come vengono regolati i rapporti tra i vari soggetti coinvolti: azionisti (a loro volta di maggioranza e minoranza), amministratori, dirigenti, finanziatori, lavoratori, fornitori, ecc. e in cui viene perseguito il fine ultimo dell'azienda*”.¹²

La visione del Coda¹³ porta a definire il sistema di *corporate governance* come “*l'insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo (Consiglio di Amministrazione, Presidente del CdA, Comitati) e di controllo (Collegio Sindacale e Revisori esterni) nei rapporti intercorrenti tra loro e nelle relazioni con gli organi/esponenti della proprietà e con*

⁹ Sui riflessi della *governance* all'interno dei gruppi aziendali ed i rapporti tra società dipendenti ed indipendenti si permette il rinvio a DI CARLO E. (2008), *I gruppi aziendali tra economia e diritto*, Aracne, Roma.

¹⁰ La Ferraris Franceschi individua nello scopo di un efficace sistema di *corporate governance* quello di “*favorire la creazione di ricchezza o di valore per l'intero sistema aziendale, cioè per gli azionisti, ma anche per i risparmiatori che investono nelle aziende e per gli altri soggetti coinvolti nell'attività: dipendenti, finanziatori, clienti, fornitori, collettività territoriale e nazionale, garantendo l'equilibrio tra queste tipologie di interessi tra loro anche molto diversi ed in vista dell'effetto di trascinamento che lo sviluppo di un sistema aziendale induce sul contesto economico aziendale di riferimento*”; CAVALIERI E., FERRARIS FRANCESCHI R. (2005), *Economia aziendale*, vol. I, Giappichelli, Torino, pag. 89.

¹¹ In uno studio svolto nel 2002 vengono identificate le motivazioni di tale interesse in alcuni punti essenziali: l'ondata di privatizzazioni che ha coinvolto i Paesi industrializzati negli ultimi 20 anni, la crescita del risparmio privato, i frequenti *take-over* degli anni '80, l'integrazione del mercato dei capitali, la crisi di fine secolo dell'Asia orientale, una serie di scandali finanziari che ha coinvolto Stati Uniti e Paesi europei; BECHT M., BOLTON P., ROELL A. (2002), *Corporate Governance and Control*, in Finance Working Paper, n. 2.

¹² ONADO M. (2000), *Mercati e intermediari finanziari – economia e regolamentazione*, Il Mulino, Bologna.

¹³ CODA V. (1997), *Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto*, in Scritti di Economia Aziendale in Memoria di Raffaele d'Oriano, Primo Tomo, CEDAM, Padova, pag. 333.

la struttura manageriale”; il Bruni¹⁴ al riguardo sottolinea come “la *Corporate Governance* concerne il sistema di diritti, processi e meccanismi di controllo istituiti, sia internamente che esternamente, nei confronti dell’amministrazione di un’impresa al fine di salvaguardare gli interessi degli stakeholders”. Così anche Kose e Senbet¹⁵ per i quali “*corporate governance deals with mechanisms by which stakeholders of a corporation exercise control over corporate insiders and management such that their interest are protected*”.

In tema di ritorno dell’investimento, per Shleifer e Vishny¹⁶ “*corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investments*”. Rajan e Zingales¹⁷ poi concepiscono la *corporate governance* come “*the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rent generated by a firm*”.

Airoldi e Forestieri¹⁸ inseriscono la nozione di *corporate governance* all’interno del più vasto concetto di assetto istituzionale, ovvero di quegli “*elementi che portano a configurare il sistema dei soggetti di un’impresa, dei loro interessi e dei loro fini, delle regole del gioco in merito a chi ha il diritto e il dovere di governare [...]*”.

In letteratura spesso il concetto di *corporate governance* viene collegato a quello di *outsider* ed *insider*, definendola proprio come l’insieme delle regole attraverso le quali gli investitori (*outsider*) si proteggono contro il rischio di espropriazione da parte di chi governa l’impresa che, a seconda dei casi, può essere l’azionista di maggioranza o il *management (insider)*¹⁹.

Numerose definizioni sono state anche formulate da istituzioni e comitati per la regolamentazione, confermando l’importanza della *governance* a livello globale.

La prima edizione del Codice di autodisciplina per le società quotate del 1999, noto come *Codice Preda* (dal nome dell’allora Presidente di Borsa Italiana S.p.A. Stefano Preda), definì la *corporate governance* come “*il sistema delle regole secondo le quali le imprese sono gestite e controllate, risultato di norme, di tradizioni, di comportamenti elaborati dai singoli*

¹⁴ BRUNI G. (2002), *La strategia del valore tra conflittualità ed equilibrio di interessi*, in *Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n° 1-2.

¹⁵ KOSE J., SENBET L.W. (1998), *Corporate Governance and Board Effectiveness*, in *Journal of Banking & Finance*, 22, n. 4, pp. 371-403.

¹⁶ SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, in *The Journal of Finance*, 52, n. 2, pp. 737-783.

¹⁷ RAJAN R., ZINGALES L. (1998), *Power in a Theory of the Firm*, in *Quarterly Journal of Economics*, 113, pp. 387-432.

¹⁸ AIROLDI G., FORESTIERI G. (a cura di) (1998), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, ETAS, Milano.

¹⁹ LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R. (2000), *Investor Protection and Corporate governance*, in *Journal of Financial Economics*, n. 58.

sistemi economici e giuridici, non certamente riconducibile ad un modello unico, esportabile ed imitabile in tutti gli ordinamenti”.

L’obiettivo principale di un buon sistema di *corporate governance* viene qui individuato nella “*massimizzazione del valore per gli azionisti, ritenendo che il perseguimento di tale obiettivo, in un orizzonte temporale non breve, possa innescare un circolo virtuoso, in termini di efficienza e di integrità aziendale, tale da ripercuotersi positivamente anche sugli altri stakeholders*”.

Sulla stessa linea è la definizione di *corporate governance* ritrovata nel codice delle *best practice* per l’attività dei Consigli di Amministrazione delle società britanniche, noto come *Cadbury Code* (1992), dove si parla di “*the system by which companies are directed and controlled*”; entrambi gli approcci si basano sul concetto di *property rights*, che sottolinea il ruolo centrale dell’insieme di regole alle quali tutti coloro che sono coinvolti devono attenersi.

Un approccio differente è quello seguito dall’*OECD*, secondo cui il governo societario coinvolge un insieme di relazioni fra i dirigenti di una società, il suo Consiglio di Amministrazione, i suoi azionisti e le altre parti interessate; il governo societario ha il compito di definire la struttura attraverso cui vengono fissati gli obiettivi della società, vengono determinati i mezzi per raggiungere tali obiettivi e vengono controllati i risultati²⁰.

Sulla stessa linea il *California Public Employees Pension Fund (CalPERS)*, US, secondo cui il termine si riferisce alla “*relazione esistente tra i vari stakeholders nel determinare la direzione e le prestazioni della società per azioni. I principali stakeholders sono gli azionisti, la direzione (guidata dal CEO) ed il Consiglio di Amministrazione*”.

Differente ancora l’approccio francese, dove il *rapporto Viénot* afferma che la missione di un’azienda debba essere l’interesse del Paese piuttosto che quello dei soli azionisti o degli *stakeholders*; in una posizione intermedia troviamo la visione tedesca, che pone l’accento su “*un sistema di corporate governance trasparente e comprensibile, il cui scopo è quello di*

²⁰ “*Corporate governance is one key element in improving economic efficiency and growth as well as enhancing investor confidence. Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined. Good corporate governance should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interests of the company and its shareholders and should facilitate effective monitoring. The presence of an effective corporate governance system, within an individual company and across an economy as a whole, helps to provide a degree of confidence that is necessary for the proper functioning of a market economy. As a result, the cost of capital is lower and firms are encouraged to use resources more efficiently, thereby underpinning growth*”; OECD (2004), Principles of Corporate Governance, Paris.

*stimolare la fiducia da parte degli investitori nazionali ed internazionali, dei clienti, dei dipendenti e del pubblico nella gestione e controllo delle società quotate in borsa*²¹.

E' dunque evidente come, all'interno delle diverse economie di mercato occidentali, i concetti relativi alla *corporate governance* e alle finalità che questa deve perseguire nel sistema delle imprese sia eterogeneo, non essendo possibile individuare una nozione univoca; da qui l'importanza di contestualizzare i diversi temi affrontati all'interno delle realtà economiche ed istituzionali nei quali trovano applicazione.

Occorre poi anche tenere presente che la *governance* non è modellata solo dalle norme²² e dai codici di autodisciplina²³, ma anche dagli usi, dai vincoli informali, dalle consuetudini che l'organizzazione ha prodotto nel tempo, non essendo dunque sempre agevole far ricadere i diversi aspetti di indagine all'interno di modelli concettuali prestabiliti.

2. Separazione tra proprietà e controllo: tre modelli di struttura proprietaria

Il problema della separazione dei ruoli tra coloro che assumono le decisioni necessarie alla vita dell'azienda e i soci/azionisti che di fatto sono i proprietari dell'azienda è sempre stato il fulcro di tutta la letteratura riguardante la *corporate governance*.

Bearle e Means, quasi un secolo fa, sono stati i primi a teorizzare la separazione tra proprietà e controllo tipica dell'impresa capitalistica, notando come nelle imprese il ruolo dell'investitore sia separato da quello dell'imprenditore²⁴; dalla pubblicazione degli studi di Jensen e Meckling del 1976²⁵ il problema del potere e della discrezionalità del *management*

²¹ Nel paragrafo 4 verranno analizzati, per i paesi qui menzionati, i diversi codici di autodisciplina, dai quali sono state riprese le diverse concezioni sul ruolo e sugli obiettivi della *corporate governance*.

²² Per un approfondimento consultare ROE M.J. (1994), *Strong Manager, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Governance*, in Princeton University Press, Princeton (traduzione italiana, *Manager forti, Azionisti deboli*, Il Sole 24 ore Libri, Milano 1997) – ROE M.J. (2003), *Political Determinants of Corporate Governance – Political Context, Corporate Impact*, in Oxford University Press, Oxford (traduzione italiana, *La public company e i suoi nemici*, Il Sole 24 ore Libri, Milano).

²³ CAROTTI F., SCHLITZER G., VISENTINI G. (a cura di) (2004), *La governance dell'impresa tra regole ed etica*, Il Sole 24 ore Libri, Milano.

²⁴ Essi hanno osservato, analizzando le 200 maggiori società degli Stati Uniti, che nel 44% dei casi nessun azionista possedeva più del 5% del capitale azionario, che i *manager* erano del tutto autonomi nelle loro decisioni e che i soci non erano in grado di imporre ad essi il proprio volere. Era questa la manifestazione evidente di una netta separazione tra proprietà e controllo; BERLE A., MEANS G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Company, New York.

²⁵ JENSEN M., MECKLING W. (1976), *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, 4, pp. 305-360.

comincia ad essere considerato come un problema di agenzia. Si parla di rapporto di agenzia in quanto vi è un soggetto (agente) che opera e lavora per conto di un altro (principale) e le complicazioni che ne possono derivare sono enormi (si rimanda al par. 5.1 per la descrizione dell'*Agency Theory*).

La separazione tra proprietà e controllo si articola diversamente a seconda del sistema di assetto proprietario realizzato in concreto all'interno di una società o di un gruppo di società.

Un filone di studi presente nella teoria economica si concentra proprio sull'analisi comparata dei diversi modelli di capitalismo che si sono diffusi nei paesi industrializzati (anche con un'apertura recente verso le economie asiatiche, dell'est europeo e scandinave), con l'obiettivo di evidenziare le caratteristiche dei "sistemi-paese" sotto il profilo della *governance*, considerando una serie di variabili ambientali che possono esulare dalle specificità della singola impresa²⁶.

Viene presentata di seguito, anche se in maniera semplificata, la tradizionale tripartizione dei modelli di struttura proprietaria²⁷, nella convinzione che composizione, ruoli, funzioni ed efficacia degli assetti di governo siano fortemente legati al modello di *governance* dominante e pertanto non si possa prescindere da essi²⁸.

È condivisibile l'idea che non sia possibile apporre una netta linea di demarcazione tra questi sistemi di strutture proprietarie²⁹, ritenendo che i problemi evidenziati come peculiari in un tipo di struttura possano verosimilmente presentarsi anche in altri³⁰.

Tali modelli di riferimento, descritti nel prosieguo, possono essere così definiti³¹:

²⁶ GRIFFITHS A., ZAMMUTO R.F. (2005), *Institutional governance systems and variations in national competitive advantage: a integrative framework*, in *Academy of Management Journal*, n. 4, pp. 823-842.

²⁷ Studiosi autorevoli hanno definito le strutture proprietarie come "le forme in cui si manifesta il controllo sulla gestione sia a livello operativo che di indirizzo strategico"; PIVATO S., GILARDONI A. (2000), *Elementi di economia e gestione delle imprese*, EGEA, Milano.

²⁸ TARALLO P. (a cura di) (2000), *Corporate Governance – Principi di gestione nell'ottica del valore*, Franco Angeli, Milano; SANGUINETTI A., COSTANZO P. (2003), *Il governo delle società in Italia e in Europa*, EGEA, Milano.

²⁹ Ulteriori approfondimenti sui sistemi di *corporate governance* possono essere effettuati su BIANCO M., TRENTO S. (1995), *Capitalismi a confronto: i modelli di controllo delle imprese*, in *Stato e Mercato*, n. 43; ALBERT M. (1991), *Capitalismo contro Capitalismo*, Il Mulino, Bologna; FRANK J., MAYER C. (1992), *Corporate Control: A Syntesis of the International Evidence*, IFA working papers, n. 165; MOERLAND P. (1995), *Corporate Ownership and Control Structure: an Internationala Comparision*, in *Review of Industrial organization*, n. 10; LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. (1999), *Corporate ownership around the world*, in *Journal of Finance*, n. 54; ZATTONI A. (2006), *Assetti proprietari e corporate governance*, EGEA, Milano, pag. 161 e segg.

³⁰ EASTERBROOK F. H. e FISCHER D. R. (1996), *L'economia delle società per azioni*, Giuffrè Editore, Milano.

- Strutture proprietarie diffuse (modelli *market oriented*);
- Strutture proprietarie ristrette (modelli *network oriented*),
- Strutture proprietarie chiuse (modelli *bank oriented*).

2.1 La public company e la contendibilità del controllo

Gli assetti di governo a struttura proprietaria diffusa (definiti anche modelli *outsider system*), caratteristici delle realtà capitalistiche anglosassoni, sono quelli in cui è possibile individuare la massima dissociazione tra proprietà e controllo³²; le tipiche strutture associate a tali assetti di governo sono quelle che vengono comunemente definite “*public company*”. Il concetto di “*public*” qui rappresentato non deve far confondere: non ha il significato di proprietà statale, bensì descrive come l’azionariato sia polverizzato e diffuso in un pubblico di investitori privati, i quali non hanno interesse a partecipare alla *governance* societaria, ma hanno l’unico obiettivo di vedere accrescere il valore delle proprie azioni.

In particolare, si sottolinea come la quotazione di una parte ingente del capitale di proprietà dell’impresa sia una condizione necessaria affinché ci si possa trovare dinanzi ad una *public company* intesa nel senso classico, non essendo sufficiente la semplice quotazione azionaria.

Data infatti l’alta frammentazione del capitale, tali società sono più facilmente soggette al fenomeno della “contendibilità del controllo”, che può avvenire attraverso il meccanismo di *take-over*³³ (scalata), ritenuto una manifestazione efficiente del libero mercato.

L’estrema polverizzazione dell’azionariato ha due conseguenze immediate: il trasferimento del potere di governo dagli azionisti ad una classe di *manager* specializzati e la mancanza di un controllo effettivo sull’operato del *management*, dal momento che nessun investitore ha un interesse tale nell’impresa da investire singolarmente in un’attività di monitoraggio i cui benefici sarebbero diffusi tra tutta la classe di investitori³⁴.

³¹ Occorre evidenziare che la ripartizione qui presentata è solo una di quelle proposte in letteratura, anche se quella maggiormente diffusa. In altri testi si trovano classificazioni diverse, ad esempio in uno si legge: “We divide firms into widely held and those with ultimate owners. We allow for five types of ultimate owners: 1) family or an individual, 2) the State, 3) a widely held financial institution such as a bank or an insurance company, 4) a widely held corporation, or 5) miscellaneous such as a cooperative, a voting trust, or a group with a no single controlling investor”; LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHLEIFER A. (1998), *Corporate Ownership Around the World*, in *Journal of Finance*, n. 54.

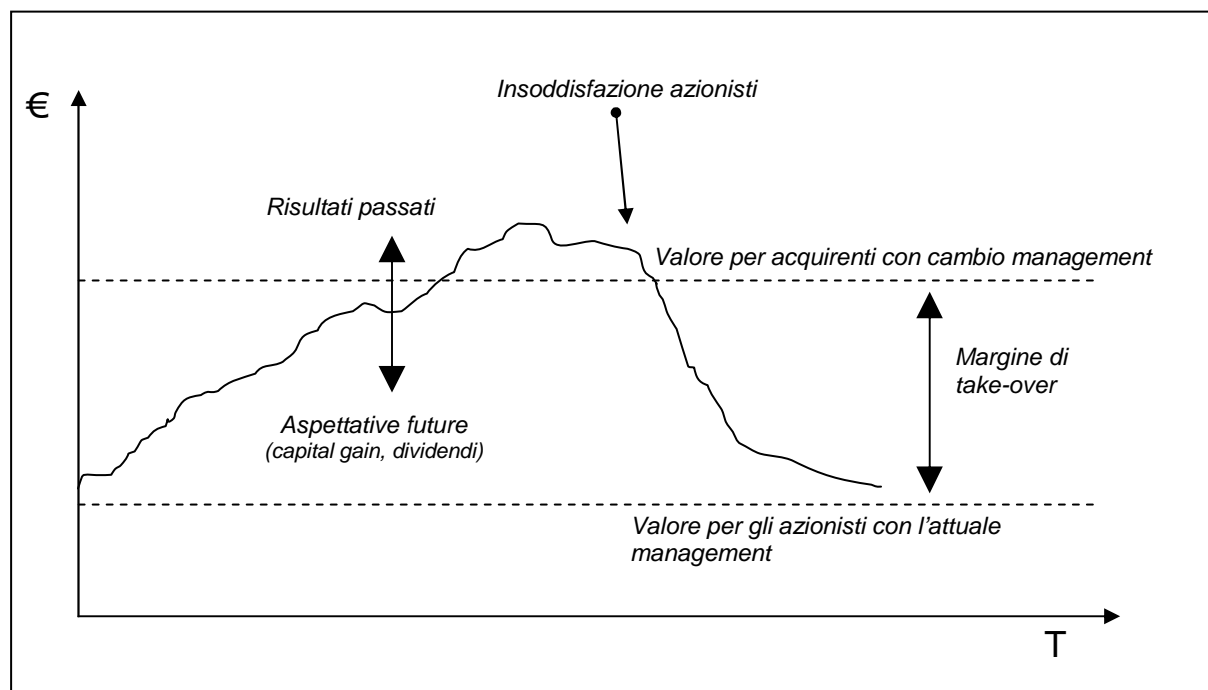
³² Proprio da questa massima separazione traggono origine i costi di agenzia, connessi alla delega che i proprietari non controllanti rilasciano ai *manager*.

³³ Meccanismo tramite il quale un soggetto propone agli azionisti di acquistare le loro azioni della società ad un prezzo maggiore di quello di mercato, ritenendo che questo sia eccessivamente scontato rispetto al reale valore che la società potrebbe generare se amministrata in maniera differente.

³⁴ HART O. (1995), *Firms, contracts and financial structure*, Clarendon Press, Oxford.

A seguito di tale problema, il sistema si traduce in un controllo esterno sull'operato dei *manager*, come rappresentato nella *figura 2*.

Figura 2 – Meccanismo di controllo del mercato sull'operato dei manager



Fonte: Elaborazione propria.

Partendo da un corso del titolo influenzato dai risultati passati dell'impresa e dalle aspettative in merito alle remunerazioni future³⁵ (che hanno sicuramente il maggior peso nelle valutazioni degli investitori), l'insoddisfazione da parte degli azionisti riguardanti il *management* (anche a seguito di scandali sul modo di gestione dell'impresa stessa o di altre ad essa collegata) porterà ad una discesa dei prezzi, fino ad un ipotetico "giusto prezzo", che sconti tali inefficienze; a questo punto il titolo sarà maggiormente soggetto ad una scalata da parte di investitori che ritengono il valore attuale inferiore rispetto a quello che si avrebbe con la sostituzione del *management* (pari all'*upside* evidenziato in figura come "*margin* di take-over").

Tale meccanismo consentirebbe di realizzare quella che viene chiamata la "*corporate governance* esercitata dal mercato"³⁶, che incentiva il *management* verso la correttezza e l'efficacia della gestione³⁷.

³⁵ VIGANO' E. (2003), *Il valore dell'azienda. Analisi storica e obiettivi di determinazione*, CEDAM, Padova.

³⁶ ONADO M. (2000), *Mercati e intermediari finanziari – economia e regolamentazione*, Il Mulino, Bologna.

Quindi la presenza di un mercato ampio ed efficiente, presente per esempio nei Paesi di stampo anglosassone, è la premessa fondamentale affinché possano esistere le *public company*, agevolandone la nascita e la possibilità di controllo sui *manager*.

Nel modello statunitense un ruolo centrale viene svolto anche da due istituzioni: le banche d'affari (che erogano finanziamenti, organizzano il collocamento di quote di proprietà, favoriscono consulenza nelle operazioni di riallocazione), e le *law firms* (che conducono e promuovono cause contro la violazione dei doveri fiduciari e tutelano gli *stakeholder*).

Una critica che viene frequentemente mossa alle *public company* è di essere un modello in cui i diversi interessi di amministratori ed azionisti consentono ai primi di esercitare nei fatti un controllo completo sulla società senza averne la proprietà, approfittando del loro ruolo per garantirsi una posizione di potere, potendo estrarre di conseguenza i cosiddetti “benefici privati dal controllo”³⁸.

2.2 Il “nocciolo duro” e il “parco buoi” nell’insider system

I modelli a struttura proprietaria ristretta³⁹ (definiti anche modelli *insider system*) presentano un nucleo ristretto di azionisti di riferimento, detto “nocciolo duro”⁴⁰, ed il resto della proprietà frammentata; mentre gli azionisti di riferimento sono solitamente costituiti da investitori istituzionali, che apportano un capitale definito “paziente”, che punta cioè ad una remunerazione di lungo periodo, l'altra categoria di investitori, definito anche “parco buoi”, conferisce quote di capitale come forma di investimento temporaneo nell'impresa.

Tali modelli sono particolarmente sviluppati nella realtà tedesca e giapponese, dove è maggiormente sentita la concezione di impresa come comunità; i soggetti, che a vario titolo entrano in contatto con la realtà societaria, sono orientati alla continuità aziendale della stessa, riuscendo in tal modo a soddisfare in maniera completa le proprie aspettative di benessere.

³⁷ E' tuttavia da sottolineare come i *takeover* ostili negli Stati Uniti e nel Regno Unito rappresentino una bassa percentuale sul totale dei cambi di proprietà; da ciò si può ipotizzare che o basta la semplice minaccia di un *takeover* per rendere più efficiente la gestione oppure che esistono delle barriere all'esercizio di questo meccanismo a causa di un mercato poco efficiente. Non è ancora stata fornita evidenza empirica che possa avvalorare l'una o l'altra ipotesi.

³⁸ Nel paragrafo 3.3 del capitolo 2 viene descritto il concetto dei benefici privati del controllo e della loro espropriazione a danno degli azionisti di minoranza.

³⁹ DONNA G. (1999), *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Roma.

⁴⁰ L'espressione deriva dal francese “*noyau dur*”, perché proprio in Francia questa forma di controllo si è sviluppata per prima.

Nei gruppi tedeschi⁴¹ e giapponesi⁴² le banche rivestono la stessa funzione che nel modello anglosassone è ricoperta dal mercato finanziario e dalla borsa, esercitando un ruolo molto importante nel capitale e nel governo delle grandi imprese⁴³; ciò comporta un numero inferiore di imprese quotate, con minore capitalizzazione rispetto al sistema *market oriented*⁴⁴.

Grazie ad una struttura proprietaria di questo tipo viene garantita una certa stabilità nell'azionariato di riferimento e la buona capacità di questo di porre in essere attività concrete di controllo nei confronti del *management* societario.

Oltre infatti alla presenza delle due categorie di azionisti individuate, le imprese rientranti in questo modello sono caratterizzate da un forte coinvolgimento nel processo decisionale anche di altri *stakeholder* rilevanti per l'attività d'impresa; è frequente trovare infatti rappresentanti dei dipendenti all'interno dell'impresa, anche con diritto di veto su particolari decisioni strategiche⁴⁵ (cfr. la figura 2 del paragrafo 2 del capitolo 3).

In molti casi però il “nocciolo duro” non è costituito da rappresentanti delle varie categorie di *stakeholder*, bensì da individui singoli in possesso di partecipazioni rilevanti che, grazie a patti di sindacato, riescono ad esercitare un controllo effettivo sull'attività della società; in casi di questo tipo il rischio è quello di abusi da parte degli azionisti di maggioranza nei confronti dei piccoli investitori che non rientrano nei patti di sindacato⁴⁶.

⁴¹ Nel capitalismo tedesco “*queste istituzioni hanno goduto di un elevato monopolio nel controllo delle imprese (spesso derivante da accordi tra banche nella gestione dei diritti di voto in imprese in cui sono compresenti e nei propri CDA), garantendo ai meccanismi di riallocazione una elevata stabilità nel corso del tempo. Il modello tedesco offre certezza di controllo favorendo un impegno strategico di lungo periodo da parte dei controllanti ma frena l'aggiustamento dell'allocazione del controllo ai cambiamenti esogeni del contesto favorendo una tendenza alla conservazione del controllo e un processo di monopolizzazione delle conoscenze*”; NICITA A., SCOPPA V. (2005), *Economia dei contratti*, Carocci, Roma, pag. 316.

⁴² Il modello giapponese è contraddistinto dal ruolo dei *keiretsu*, una rete di imprese, assicurazioni e istituzioni finanziarie organizzata intorno ad una grande banca; banche ed altre istituzioni finanziarie al centro del *keiretsu* detengono poi azioni della maggior parte delle imprese del gruppo, attraverso meccanismi di incroci azionari.

⁴³ Un recente contributo molto interessante sul ruolo dei rappresentanti delle banche nelle società tedesche non finanziarie ha evidenziato come tali rappresentanze non operino nell'interesse degli azionisti differenti dalla banca di riferimento, facendo venire meno alcune delle caratteristiche principali del sistema finanziario in Germania; DITTMANN I., MAUG E., SCHNEIDER C. (2008), *Bankers on Boards of German Firms: What they do, what they are worth, and why they are (still) there*, ECGI Finance Working Paper.

⁴⁴ DI CARLO E. (2007), *Governance e trasparenza del conflitto di interessi nei gruppi aziendali*, Aracne, Roma, pag. 59.

⁴⁵ Un esempio per tutti, il codice di *Corporate Governance* tedesco prevede che, nelle imprese con più di 500 o più di 2.000 dipendenti in Germania, anche i dipendenti sono rappresentati nel Consiglio di Sorveglianza (*Aufsichtsrat*), i cui membri saranno nominati, rispettivamente nella misura di un terzo o della metà dai dipendenti. Nelle imprese con oltre 2.000 dipendenti poi, il Presidente del Consiglio di Sorveglianza, che è sempre un rappresentante degli azionisti, dispone di un secondo voto decisivo nelle delibere.

⁴⁶ Anche in questo caso si è di fronte ad una struttura proprietaria di tipo ristretto, ma gli effetti del controllo esercitato da questi proprietari di riferimento possono risultare ben differenti dalla situazione precedente.

Tra i sistemi adottati per tutelare le minoranze (quali ad esempio un'adeguata pubblicità delle convocazioni delle assemblee per la partecipazione dei piccoli azionisti, il diritto di recesso in occasione di modificazioni statutarie di una certa rilevanza, ecc...) uno dibattuto in dottrina è quello sul voto di lista⁴⁷, del quale si tratterà ampiamente nel paragrafo 2.3 del capitolo 2.

È doveroso però notare come “*non è detto che in società ad azionariato diffuso la “minoranza” rappresentata in Consiglio sia adeguata portatrice dell’interesse generale del pubblico degli azionisti [...], piuttosto che opportunistico alfiere di altri interessi particolari*”⁴⁸. Se dunque da un lato è necessario attribuire dei poteri agli investitori di minoranza a tutela del loro investimento, dall’altro è essenziale evitare che tali diritti siano eccessivi, affinché la minoranza non li eserciti in maniera opportunistica⁴⁹.

E’ utile evidenziare quindi come non sia la presenza in sé di amministratori indipendenti o di minoranza a salvaguardare l’efficienza di funzionamento degli organi sociali, bensì l’azione di contrasto che questi, se in numero adeguato, possono esercitare alla realizzazione di pratiche opportunistiche da parte dell’azionista di maggioranza.

2.3 Modello latino e impresa familiare italiana

Infine, i modelli a struttura proprietaria chiusa (modelli *bank oriented*, che taluni fanno confluire al pari del precedente nel modello *insider system*)⁵⁰, vedono un soggetto o un gruppo ristretto di soggetti detentore della maggioranza assoluta del capitale sociale, con un capitale flottante ristretto, che salvaguarda la proprietà dal rischio di operazioni di *take-over*. Ciò che accomuna questo modello (denominato anche sistema “latino”) al precedente è sicuramente la forte concentrazione della proprietà, in grado di esercitare un’influenza

⁴⁷ L’art. 147-ter del d.lgs. 58/1998 (TUF), come modificato a seguito della riforma del diritto societario, recita: “Lo statuto prevede che i componenti del Consiglio di Amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati e determina la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione di esse, in misura non superiore a un quarantesimo del capitale sociale”, inoltre “Salvo quanto previsto dall’articolo 2409-*septiesdecies* del codice civile, almeno uno dei componenti del Consiglio di Amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti”.

⁴⁸ MARCHETTI P. (1996), *Corporate governance e disciplina societaria vigente*, in Rivista delle Società, p. 418, Milano.

⁴⁹ EASTERBROOK F. H. e FISCHER D. R. (1996), *L’economia delle società per azioni*, Giuffrè Editore, Milano.

⁵⁰ Uno fra tutti, il Nicoletti, riprendendo una consolidata tendenza fra gli studiosi della materia, cataloga gli assetti di governo all’interno di due modelli: da un lato le società ad azionariato ampiamente diffuso, prevalenti nei paesi anglosassoni, dall’altro le società a proprietà concentrata, presenti nell’Europa continentale e nel sud-est asiatico; NICOLETTI P. (2002), *Le minoranze di controllo nelle società quotate*, in AA.VV. *Governo delle imprese e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Giuffrè, Milano, pag. 308 segg.; per una visione complessiva delle impostazioni basate sulla duplice visione ma anche sull’ulteriore divisione in tre modelli si rimanda a DI CARLO E. (2007), *Governance e trasparenza del conflitto di interessi nei gruppi aziendali*, Aracne, Roma, pagg. 33-64.

dominante, lo scarso ruolo del mercato azionario ed il sistema giuridico di riferimento (per entrambi di tipo *civil law* contro quello *common law* tipico delle realtà anglo-americane⁵¹).

Di contro, sempre sul fronte della concentrazione proprietaria, si differenzia dalla forma ristretta per la quota di capitale detenuta dalla “proprietà”; nella forma ristretta infatti l’azionista di riferimento non detiene la maggioranza assoluta del capitale bensì una quota a volte anche molto piccola, ma grazie ai meccanismi tipici dell’azionariato frammentato riesce a controllare di fatto la società.

L’ipotesi di scalata ha qui una valenza differente, verificandosi solitamente in accordo tra soggetto economico venditore ed acquirente ed assumendo la forma di “scalata amichevole” (a differenza delle scalate ostili proprie del sistema anglosassone sopra descritto); il trasferimento del controllo della proprietà in questa realtà avviene dunque con la cessione del pacchetto azionario di controllo anziché con il cambio del *management*.

L’impresa a struttura proprietaria chiusa è particolarmente presente nella realtà italiana⁵², sia a livello di piccole e medie imprese, che di imprese di grandi dimensioni; il controllo assoluto in questi casi è fondamentalmente esercitato a livello familiare⁵³, dove si concentra il potere di direzione. Tale tipo di impresa viene anche definita “padronale” (cioè a controllo assoluto) o familiare⁵⁴, perché la proprietà si concentra proprio nelle mani dell’imprenditore che l’ha fondata o della sua famiglia⁵⁵.

⁵¹ E’ bene tenere presente la fondamentale distinzione tra le due principali tradizioni giuridiche del mondo: quella di *civil law* e quella di *common law*. La prima appartiene a tutta l’Europa continentale, al Giappone ed ai molti Paesi che sono stati governati dalle potenze coloniali europee. Il Regno Unito, le ex-colonie britanniche e gli Stati Uniti d’America sono invece Paesi di tradizione *common law*. Per una breve descrizione delle due impostazioni, basterà accennare a due distinzioni fondamentali: nei Paesi di *civil law* esiste la codificazione (che non esiste in quelli di *common law*), nei Paesi di *common law* esiste il principio dell’efficacia vincolante del precedente giudiziale (che non esiste in quelli di *civil law*); KOTZ H., ZWEIGERT K. (1998), *Introduzione al diritto comparato*, Giuffrè, Milano.

⁵² BARCA F. (1999); *Il capitalismo italiano: storia di un compromesso senza riforme*, Donzelli, Roma.

⁵³ Scrivono Aganin e Volpin che il sistema italiano è caratterizzato da una elevata concentrazione della proprietà, fino al punto che “*da una prospettiva anglosassone, nessun paese più dell’Italia simboleggia il capitalismo familiare*”; AGANIN A., VOLPIN P. (2003), *History of corporate ownership in Italy*, NBER Working Papers.

⁵⁴ Per la questione definitoria di impresa familiare si rimanda a tre scritti di particolare interesse: Astrachan, Klein e Smyrniotis parlano di grado di familismo variabile, frutto dell’agire congiunto di tre effetti, Power, Culture ed Experience che definiscono l’incidenza del familismo in una data impresa, ASTRACHAN J.H., KLEIN S., SMYRNIOTIS K.X. (2002), *The F-Pec Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem*, in *Family Business Review*, vol. XV, March – Corbetta individua le imprese familiari lungo tre dimensioni distinte, CORBETTA G. (1995), *Le imprese familiari*, EGEA, Milano – infine, Viganò suggerisce una visione ristretta di azienda di famiglia, che si trovi in seconda o terza generazione, con il capitale graniticamente chiuso nelle mani di una o al massimo due famiglie proprietarie, e dove sia palese l’intenzione di trasferire l’attività ad un erede; VIGANO’ E. (2006), *La sensibilità al valore nell’impresa familiare*, CEDAM, Padova.

⁵⁵ La caratteristica principale delle aziende familiari è il controllo granitico da parte di una sola famiglia, talvolta di un singolo proprietario o anche dell’imprenditore/fondatore, sul capitale sociale e sull’intera ricchezza

La storia dei grandi gruppi familiari italiani è la prova di come la crescita di un'impresa strutturata in questo modo vada di pari passo con la crescita della famiglia e della rete di relazioni che questa è in grado di costruire nel tempo.

La difficoltà nella gestione di tali realtà risiede molto spesso nel numero dei familiari, che cresce con il succedersi delle generazioni⁵⁶; per far fronte ai problemi che possono derivare da questa forma di gestione, alcuni gruppi familiari hanno previsto la costruzione di regole comuni per i rapporti intercorrenti tra i familiari, funzionali allo sviluppo della capacità competitiva dell'impresa⁵⁷.

Il modello a struttura proprietaria chiusa si colloca in posizione opposta a quello della *public company*; la presenza di un unico soggetto in grado di controllare tutta l'attività d'impresa, se da un lato garantisce infatti un'ottima dinamicità operativa e stabilità nel controllo, dall'altro crea problemi di assenza di delega e mancanza di specializzazione che possono portare a marcati deficit gestionali.

Il problema più evidente nelle imprese a controllo assoluto è la difficoltà nel reperimento di risorse finanziarie; i timori di perdere il controllo dell'impresa, uniti comunque alla volontà di accrescere le dimensioni aziendali, portano spesso l'imprenditore o la famiglia a ricorrere fortemente all'indebitamento bancario, non essendo la quotazione in borsa, in queste realtà, uno strumento sufficiente al reperimento delle risorse necessarie⁵⁸.

aziendale; CORBETTA G., MONTEMERLO D. (1999), *Ownership, Governance and management issues in Small and Medium size family business: a comparison of Italy and the United States*, in *Family Business Review*, vol. XII, December.

⁵⁶ Il problema della deriva generazionale nasce quando i fenomeni successori generano più eredi con una ripartizione delle quote tale da creare problemi a livello di controllo, soprattutto nei casi di famiglie con un elevato numero di membri interessato alla gestione societaria, in grado di far incrinare la fiducia familiare e rendere ingestibile l'assetto proprietario. Per un approfondimento si veda GIRELLO G. (2004), *Le scelte di corporate governance nelle aziende familiari*, in *Le Società*, n. 1, p. 29.

⁵⁷ AIROLDI G., AMATORI F., INVERNIZZI G. (a cura di) (1995), *Proprietà e governo delle imprese italiane*, EGEA, Milano.

⁵⁸ Al riguardo, il Lazzari scrive: "Dove la protezione è minore e l'applicazione delle leggi più debole, diventa più difficile per gli imprenditori (insider) ottenere finanziamenti da terzi, specie in forma di capitale azionario, essendo gli azionisti di minoranza la classe di stakeholders maggiormente esposta al rischio di espropriazione da parte degli insider. Si spiega così perché i mercati azionari siano meno sviluppati nell'Europa continentale rispetto ai paesi anglosassoni. Che le società quotate in borsa in Inghilterra siano ben più numerose che in Francia e Germania, nonostante le minori dimensioni dell'economia britannica, non dipende tanto da fattori culturali quanto dalla struttura legale dei paesi. Sempre un problema istituzionale è alla base dello scarso entusiasmo che mostrano in genere gli imprenditori italiani nel quotare le proprie società. Infatti, scontando uno scarso livello di protezione legale, gli investitori di mercato sono disposti a pagare di meno per le azioni, con conseguente minore incentivo alla quotazione per gli imprenditori. I paesi in cui vige un sistema di common law forniscono agli investitori esterni, e agli azionisti di minoranza in particolare, una maggiore e migliore protezione rispetto ai paesi di civil law facilitando l'instaurarsi di relazioni tra questi e gli imprenditori"; LAZZARI V. (2001), *Corporate Governance: fondamenti, aspetti controversi e prospettive future*, in *Economia & Management*, 3, pag. 71-84.

A testimonianza di ciò, la *tabella 1* mostra come in Europa le banche contribuiscano per circa l'11% al finanziamento degli investimenti nelle imprese, contro il 3% del nord America, dove si ricorre più facilmente al reperimento di risorse tramite prestiti obbligazionari.

Tabella 1 – Società: struttura del capitale a fine 2006 delle principali multinazionali

	Capitale investito				
	Capitale netto	Debiti finanziari			
		Totale, di cui:	obbligazioni	banche	altri
<i>in % del capitale investito</i>					
Industriali					
Europa	62,1	37,9	22,4	11,4	4,1
<i>Variazione rispetto al 1997</i>	0,2	-0,2	6,7	-6,6	-0,3
Nord America	71,9	28,1	24,1	2,9	1,1
<i>Variazione rispetto al 1997</i>	4,8	-4,8	-3,4	-0,2	-1,2
Giappone	60,3	39,7	23,1	14,9	1,7
<i>Variazione rispetto al 1997</i>	12,7	-12,7	-1,6	-10,2	-0,9
Totale	64,9	35,1	23,1	9,3	2,7
Telecomunicazioni	58,0	42,0	29,8	7,1	5,1
<i>Variazione rispetto al 1997</i>	5,9	-5,9	-3,4	-5,2	2,7
Utilities	53,2	46,8	30,9	10,9	5,0
<i>Variazione rispetto al 1997</i>	1,6	-1,6	5,9	-5,8	-1,7

Fonte: R&S - Mediobanca, *Multinationals: Financial Aggregates (342 Companies)*, 2008.

La successiva *tabella 2* evidenzia come, anche all'interno dei Paesi europei, la struttura delle fonti di finanziamento sia alquanto eterogenea; il ricorso all'indebitamento bancario delle imprese del nostro paese, pari al 22% circa, è il più alto d'Europa, ben lontano dal 2,8% del Regno Unito, ma anche dal 14,5% del Benelux, secondo in Europa. Per contro, l'Italia risulta ultima tra i paesi che fanno ricorso all'indebitamento obbligazionario, con un 14,5% (la Germania con un 34,1% è la prima).

Tabella 2 – *Società industriali europee: struttura del capitale a fine 2006*

		Capitale investito				
		Capitale netto	Debiti finanziari			
			Totale, di cui:	obbligazioni	banche	altri
<i>in % del capitale investito</i>						
Industriali						
Benelux	2006	66,9	33,1	15,3	14,5	3,3
	2005	65,3	34,7	18,4	13,0	3,3
	1997	68,8	31,2	12,7	15,5	3,0
Francia	2006	58,9	41,1	24,2	12,2	4,7
	2005	57,9	42,1	25,6	12,4	4,1
	1997	56,4	43,6	20,6	16,1	6,9
Germania	2006	46,1	53,9	34,1	14,2	5,6
	2005	47,4	52,6	33,9	11,7	7,0
	1997	61,1	38,9	13,8	22,2	2,9
Italia	2006	60,0	40,0	14,5	21,9	3,6
	2005	56,2	43,8	15,1	25,5	3,2
	1997	48,4	51,6	9,2	36,3	6,1
Regno Unito	2006	75,6	24,4	19,8	2,8	1,8
	2005	72,7	27,3	21,9	3,5	1,9
	1997	70,0	30,0	18,5	8,1	3,4
Scandinavia	2006	70,6	29,4	14,7	8,8	5,9
	2005	67,2	32,8	15,8	9,9	7,1
	1997	62,1	37,9	12,2	20,5	5,2
Svizzera	2006	72,7	27,3	16,6	9,1	1,6
	2005	70,5	29,5	17,9	8,6	3,0
	1997	62,8	37,2	16,9	16,9	3,4
Europa	2006	62,1	37,9	22,4	11,4	4,1
	2005	60,8	39,2	23,6	11,1	4,5
	1997	61,9	38,1	15,7	18,0	4,4

Fonte: R&S - Mediobanca, *Multinationals: Financial Aggregates (342 Companies)*, 2008.

Al contrario di quanto si possa essere portati a credere, la *governance* delle imprese familiari presenta elementi di complessità tali da spingere non pochi studiosi a sostenere che gli assetti di governo delle imprese familiari siano addirittura più complessi rispetto ad altre tipologie di impresa⁵⁹.

Se infatti da un punto di vista formale gli organi di governo sono i medesimi in tutte le società, a prescindere dal grado di concentrazione proprietaria e dalla tipologia dei soggetti nelle vesti di azionisti, è nella sostanza che i meccanismi di *governance* assumono funzioni e rilevanza differenti. Nelle aziende familiari, in particolare, si sono affermati ulteriori organi di

⁵⁹ PIEPER T. (2002), *Corporate Governance in Family Firms: a literature Review*, in HUSE M., LANDSTROM H., CORBETTA G., *Governance in SMEs*, Norwegian School of Management, Oslo.

governo, quali il consiglio di famiglia, e diversi strumenti di gestione, come ad esempio i patti familiari⁶⁰.

Nonostante non sia oggetto del presente lavoro, in chiusura di questo paragrafo, è utile osservare come numerose ricerche empiriche si siano occupate della relazione tra strutture di *corporate governance* e *performance*⁶¹, i cui risultati non sono però univoci e non forniscono indicazioni convergenti.

Ciò che invece emerge è come non esista un modello di *corporate governance* valido in tutte le condizioni, che possa garantire nel lungo periodo *performance* positive per le imprese appartenenti ad una determinata nazione; piuttosto è presente un dominio temporaneo di alcuni sistemi su altri⁶², dovuto spesso, secondo diversi studiosi, anche ad altre variabili che influenzano i risultati⁶³.

Pare comunque evidente come, anche se non univoca, esista una relazione tra meccanismi di governo e *performance* d'impresa e sia importante per le organizzazioni dotarsi di adeguati strumenti di *governance*; diverso è poter ricondurre però questi risultati

⁶⁰ PUGLIESE A. (2008), *Percorsi evolutivi della corporate governance*, CEDAM, Padova, pp. 42-45.

⁶¹ La ricerca di un legame tra le due variabili ha seguito sempre un percorso unidirezionale, studiando l'impatto di un determinato modello di governo sul valore delle imprese; solo raramente negli ultimi anni ci si è chiesti se, al contrario, potesse essere la performance delle imprese a impattare sul modello di governance adottato (e non viceversa) o addirittura che si tratti di una relazione bidirezionale e non univoca; fra tutti si può far riferimento allo studio di Huse, il quale sottolinea che le analisi unidirezionali (governance- performance) non consentono di cogliere a pieno l'intensità della relazione; HUSE M. (2006), *Boards, Governance and Value Creation. The Human Side of Corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge - Sullo stesso tema, Airoidi si chiede provocatoriamente perché l'assetto istituzionale non possa essere considerato il frutto di una scelta strategica dell'impresa, al pari della struttura organizzativa o del mercato e delle modalità con cui competere. L'accettazione di una tale impostazione logica, favorirebbe senza dubbio anche un approccio metodologico differente rispetto a quello attuale che considera il modello di *governance* come un "dato", una variabile statica che incide sulla performance aziendale; AIROLDI G. (1998), *Gli Assetti istituzionali d'Impresa: inerzia funzioni e leve*, in AIROLDI G., FORESTIERI G., *Corporate Governance*, ETAS, Milano.

⁶² Porter, tentando di illustrare le possibili cause della crisi del sistema produttivo americano degli anni '80, con il sorpasso dell'economia giapponese, considerò, tra le possibili ragioni del rallentamento, anche una differente struttura di governo delle imprese giapponesi che, in virtù di una compagine proprietaria più coesa, riuscivano a pianificare la propria attività sul lungo termine, senza l'ossessione di raggiungere risultati e profitti nel breve; PORTER M. (1985), *Il vantaggio competitivo*, Edizioni comunità, Milano.

⁶³ Tra i lavori maggiormente diffusi in letteratura sulle relazioni tra singoli organi o meccanismi di governo e gli effetti in termini di performance o valore dell'impresa si segnalano ZAHRA S., PEARCE J. (1989), *Boards of Directors and Corporate Financial Performance: a review and Integrative Model*, in *Journal of Management*, vol. 15 – JOHNSON J.L., DAILY C.M., ELLSTRAND A.E. (1996), *Boards of Directors: a Review and Research Agenda*, in *Journal of Management*, 22, pp. 409-438 – DALTON D.R., DAILY C.M., ELLSTRAND A.E., JOHNSON J.L. (1996), *Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure and Financial Performance*, in *Strategic management Journal*, 19, pp. 269-290 – SCHWIZER P., FARINA V., CARRETTA A. (2006), *Evaluating the board of directors of financial intermediaries: competencies, effectiveness and performance*, MPRA, Munich; uno studio che analizza la relazione sul livello di concentrazione proprietaria e le performance, al quale si rimanda, è PERRINI F., ROSSI G., ROVETTA B. (2007), *Concentrati è meglio? Assetti proprietari e performance: un'indagine empirica*, in *Economia & Management*, n. 4, pp.37-56.

esclusivamente al modo in cui tale funzione viene esercitata. I recenti scandali hanno evidenziato che se è vero che senza efficienti meccanismi di *governance* si distrugge valore per gli azionisti, non è sempre vero che tali meccanismi possano essere sufficienti a garantire risultati significativi nel lungo periodo⁶⁴.

3. I modelli di governance in Italia a seguito della riforma del diritto societario

Nel presente paragrafo verranno brevemente esposti i riflessi dei provvedimenti normativi che negli ultimi anni hanno innovato l'ordinamento italiano in tema di diritto societario, ritenendo che un quadro di riferimento possa risultare utile per la trattazione dei successivi argomenti; in particolare, quando nel prossimo capitolo sarà affrontato il tema degli amministratori indipendenti risulterà importante avere chiaro il contesto giuridico di riferimento per poterli utilmente collocare.

I due interventi (escludendo il Codice di Autodisciplina del marzo 2006) che negli ultimi 5 anni hanno posto le basi per poter incidere, più o meno direttamente, sugli assetti societari e sui meccanismi di governo e di controllo delle imprese, possono essere riassunti nella “Riforma del Diritto Societario” (d.lgs.17 gennaio 2003, n. 6, come modificato dal d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37), e nelle “Disposizioni per la tutela del risparmio e dei mercati finanziari” (l. 262/2005).

Se l'obiettivo della riforma del diritto societario è stato quello di modificare una legislazione ritenuta da molti ormai obsoleta e inadeguata rispetto ai mutamenti del contesto economico, la riforma del risparmio ha voluto rappresentare più che altro una risposta alle crisi e agli scandali finanziari verificatisi in Italia negli anni precedenti.

L'approvazione della riforma del diritto societario varata con il d.lgs. n.6/2003 ha profondamente ridisegnato l'organizzazione interna delle società per azioni italiane, introducendo due nuovi schemi societari: accanto al modello “tradizionale”⁶⁵, infatti, la

⁶⁴ PUGLIESE A. (2006), *Determinants of Board Strategic Involvement in Small Firms: an Empirical Analysis of Norwegian Companies*, EURAM Conference may 2006, Norwegian School of Management, Oslo.

⁶⁵ Il modello italiano, viene spesso definito con l'appellativo “tradizionale” o “ordinario”, in quanto è stato l'unico modello di amministrazione e controllo adottabile dalle imprese italiane fino all'entrata in vigore della riforma, e per il fatto che ancora oggi rimane il modello di riferimento, che si considera automaticamente adottato in mancanza di una diversa disposizione statutaria; l'art. 2380 del c.c. prevede infatti, nell'attuale

riforma consente oggi di scegliere due ulteriori modelli, quello dualistico o quello monistico. Offrendo un ventaglio di alternative più ampio alle aziende in tema di assetto di governo, il legislatore ha cercato di ridurre il tasso d'imperatività delle norme, incrementando l'autonomia statutaria.

Il modello "tradizionale" è rimasto in Italia l'unico adottabile fino all'entrata in vigore della riforma, nonostante già da tempo molte autorevoli voci avessero posto l'attenzione sulla necessità che nuove regole in tema di governo societario venissero adottate nelle imprese, con un utilizzo adeguato dell'autonomia statutaria prevista dal nostro ordinamento⁶⁶.

Tale modello è caratterizzato dalla presenza di due organi: il Consiglio di Amministrazione, che si occupa della gestione societaria volta al raggiungimento dell'oggetto sociale, e il Collegio Sindacale, con la funzione di controllare tale gestione (senza tuttavia poter intervenire in merito alle scelte effettuate, trattandosi di un controllo *ex post*).

Il potere di elezione spetta, per entrambi gli organi, all'assemblea degli azionisti, finendo dunque per essere espressione diretta dell'azionista di maggioranza o di quello che, attraverso patti di sindacato, di voto e di blocco, riesce comunque ad esercitare il controllo di fatto sulla società.

L'organizzazione secondo questo schema ha acceso un vivo dibattito sulle sovrapposizioni di ruoli che derivano da una funzione di controllo suddivisa tra il Consiglio d'Amministrazione e il Collegio Sindacale; ai sindaci spetta la funzione di controllo interno e di vigilanza sull'amministrazione, mentre ai consiglieri viene affidata una funzione di controllo sull'andamento generale della gestione, risultando comunque difficile determinare i limiti dell'obbligo di sorveglianza di questi ultimi in riferimento agli atti della gestione⁶⁷. Il modello tradizionale resta largamente quello più in uso nelle società italiane; uno studio sulle società

versione, che "Se lo statuto non dispone diversamente, l'amministrazione e il controllo della società sono regolati dai successivi paragrafi 2, 3 e 4 [sistema tradizionale]. Lo statuto può adottare per l'amministrazione e per il controllo della società il sistema di cui al paragrafo 5 [sistema dualistico], oppure quello di cui al paragrafo 6 [sistema monistico]..."

⁶⁶ Per un approfondimento in materia si rimanda alle considerazioni di diversi autori, tra i quali si può qui segnalare ALLEGRI V. (1999), *Gli amministratori delle società per azioni in una prospettiva di riforma*, in *Rivista delle Società*, p. 387 – BIANCHI L. A. (1996), *Considerazioni introduttive alla Corporate Governance*, in *Rivista delle Società*, p. 405 – MARCHETTI P. (2000), *L'autonomia statutaria nelle società per azioni*, Milano, in *Rivista delle Società*, p. 573.

⁶⁷ MONTALENTI P. (1997), *Corporate Governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Rivista delle Società*.

quotate ha evidenziato come il 96,2% adotti questo modello, contro l'1,4% del monistico ed il 2,4% del dualistico⁶⁸.

Il sistema dualistico nasce dall'esperienza continentale europea, ed in particolare da quella tedesca, per garantire ai rappresentanti dei lavoratori di trovare posto nel governo dell'impresa; anche altri paesi (Olanda e, come facoltà, Francia e Portogallo) hanno previsto la possibilità di ricorrere a questo schema di organizzazione societaria.

Il modello è disciplinato nel codice civile all'articolo 2409 (*octies-quinquiesdecies*) e si basa sulla distinzione tra il Consiglio di gestione ed il Consiglio di sorveglianza; il primo, con competenze analoghe a quelle del Consiglio di Amministrazione del modello tradizionale, è nominato dal Consiglio di sorveglianza ed è costituito da almeno due componenti, anche non soci.

Il secondo è nominato dall'assemblea (in numero non inferiore a tre membri) e racchiude i poteri che nel modello tradizionale sono affidati in parte all'assemblea degli azionisti e in parte al collegio sindacale, come la nomina e la revoca dei componenti del Consiglio di gestione, l'approvazione del bilancio, il controllo della gestione sociale e la promozione dell'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti dei componenti del Consiglio di gestione (art. 2409-*terdecies*).

La principale differenza col modello precedente risiede nella massima dissociazione tra la proprietà (che non nomina gli amministratori e non approva il bilancio) e la gestione (che si concretizza in una maggiore interdipendenza tra controllori e controllati).

Il modello, nella strutturazione tedesca e olandese, tende a favorire la presenza di azionisti di minoranza nell'organo di controllo, garantendo in questo modo una continua supervisione sull'operato del Consiglio di gestione; il legislatore italiano inizialmente non aveva previsto questa disposizione e neppure che fossero affidate competenze al Consiglio di sorveglianza in tema di scelta di gestione societaria; tuttavia, con un intervento successivo (d.lgs. 37/2004), è stata garantita, anche in Italia, la presenza di esponenti delle minoranze azionarie all'interno del Consiglio di sorveglianza.

Preme qui evidenziare come il modello dualistico italiano si differenzi da quello tedesco, dove il Consiglio di sorveglianza svolge compiti anche di natura strategica, con la presenza nell'organo stesso delle rappresentanze dei lavoratori; nel contesto italiano, viceversa, è stata

⁶⁸ ASSONIME (2009), *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate*.

data maggior enfasi al ruolo di vigilanza del Consiglio di sorveglianza, che viene così spesso accumulato al Collegio Sindacale.

Il modello monistico nasce nell'esperienza anglosassone (risultando molto diffuso nel Regno Unito e negli USA), dove prevalgono le società ad azionariato diffuso, ed è caratterizzato dalla presenza di un solo organo sociale, il Consiglio d'Amministrazione, a cui spetta la gestione esclusiva dell'impresa e al cui interno vengono poi costituiti degli appositi comitati, competenti su materie specifiche⁶⁹.

La volontà del legislatore di offrire questa facoltà può essere vista come un tentativo di sperimentazione, in quanto consente alle imprese di *“scegliere tra un paniere di modelli legali alternativi di amministrazione e controllo e agli azionisti attuali e futuri di selezionare il sistema di governo che, tra l'altro, più si addice al loro grado d'avversione al rischio ed alle esigenze di flessibilità, celerità e trasparenza della gestione”*⁷⁰.

Il modello è disciplinato nel codice civile all'articolo 2409 (*sexiesdecies-noviesdecies*), che introduce anche l'importante figura dell'amministratore indipendente all'interno del Consiglio di Amministrazione⁷¹ (in misura pari ad un terzo dei componenti), per la cui definizione dei requisiti viene data facoltà agli statuti di prevedere l'applicazione di quelli più stringenti indicati dai codici di comportamento⁷².

La funzione di controllo viene esercitata dal comitato per il controllo sulla gestione (*audit comitee*), che sostituisce il collegio sindacale del modello tradizionale; tale comitato è quello meritevole di maggiore attenzione, costituendo il fulcro su cui ruota il funzionamento del modello monistico.

⁶⁹ La possibilità di aderire a questo modello di governo societario rappresenta la più inattesa tra le novità introdotte dalla riforma del diritto societario, non essendo neanche previsto inizialmente nel c.d. progetto Mirone del 2000; viene rilevato comunque come questo modello sia *“assai meno rivoluzionario ed innovativo del modello dualistico”*; DI SABATO F. (2003), *Diritto delle società*, Giuffrè, Milano, pag. 315.

⁷⁰ GHEZZI F. (2004), *Commento agli artt. 2409 sexiesdecies., 2409 septiesdecies, 2409 octiesdecies*, Università Commerciale Luigi Bocconi, Milano.

⁷¹ In questo modello, la distinzione tra amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti rappresenta un punto cardine. Prendendo a prestito le parole da uno scritto sulla riforma del diritto societario: *“la pluralità degli amministratori costituisce la premessa per poter realizzare quella articolazione interna del Consiglio di Amministrazione che connota il modello in esame. Il sistema monistico è infatti caratterizzato da un rigido e necessario riparto di competenze tra l'organo amministrativo nel suo complesso, al quale spetta la gestione dell'impresa in via esclusiva (art. 2409-septiesdecies, comma 1), e il comitato, nominato dallo stesso Consiglio al suo interno, chiamato ad esercitare le funzioni di controllo sulla gestione ad esso riservate dalla legge (art. 2409-octiesdecies, penultimo comma); ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (2003), *Il nuovo diritto delle società*, Il Mulino, Bologna.*

⁷² Si rimanda al prossimo capitolo per l'analisi puntuale di questi requisiti.

L'*audit comitee* viene nominato dal Consiglio di Amministrazione ed è composto da amministratori indipendenti; tra le sue funzioni rientrano (art. 2409-octiesdecies):

- a) l'elezione al suo interno del Presidente;
- b) la vigilanza sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo e contabile, nonché della sua idoneità a rappresentare correttamente i fatti della gestione;
- c) lo svolgimento dei compiti affidatigli dal Consiglio di Amministrazione, con particolare riguardo ai rapporti con i soggetti incaricati del controllo contabile.

Il controllo esercitato dai membri del comitato per il controllo sulla gestione, a differenza di quanto accade per il modello tradizionale attraverso il collegio sindacale, è di tipo *ex ante*, visto che i suoi membri partecipano alla gestione aziendale della società e possono deliberare in merito agli atti gestori⁷³.

Gli altri due comitati previsti sono il *remuneration comitee*, con il compito di determinare i compensi di amministratori e *manager* (tranne per quelli indipendenti del comitato, che sono determinati dal Consiglio di Amministrazione), ed il *nomination comitee*, con la funzione di proporre all'assemblea i soggetti da eleggere come membri del Consiglio di Amministrazione, informando i soci sulle caratteristiche professionali e personali degli stessi.

La derivazione anglosassone della figura dell'amministratore indipendente ne giustifica la sua collocazione all'interno del sistema monistico, così come previsto dalla riforma italiana del diritto societario; evidentemente questo modello pone in maggiore risalto la figura dell'amministratore indipendente, considerato indispensabile per il sistema di vigilanza e controllo dell'azienda.

Questo non vuole però significare che tale istituto non possa utilmente svilupparsi anche negli altri due sistemi di amministrazione e controllo.

Per il modello tradizionale i problemi sono minori, a ragione della somiglianza di questo modello con quello monistico; infatti già prima dell'intervento della riforma, il codice di autodisciplina prevedeva questa figura per le società quotate, raccomandando un adeguato numero di amministratori indipendenti all'interno dei Consigli di Amministrazione.

⁷³ CALANDRA BUONAURA V. (2003), *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in Giur. Comm., I.

Sul modello di tipo dualistico, codice e dottrina non hanno prodotto indicazioni chiare, risultando la presenza degli amministratori indipendenti collegata soprattutto all'esistenza di comitati interni ai Consigli di Amministrazione (che è tipica come si è visto dei modelli monistico e tradizionale). Tuttavia, a parere di chi scrive, è da ritenere utile la presenza di tali amministratori anche nei modelli di tipo dualistico, costituendo un ulteriore elemento a garanzia della correttezza nella gestione societaria, in considerazione anche delle raccomandazioni comunitarie in tal senso⁷⁴.

Per quanto riguarda invece le disposizioni a tutela del risparmio e dei mercati finanziari, di cui alla legge di riforma 262 del 2005, il legislatore si è posto l'obiettivo di garantire il corretto funzionamento del mercato stesso e, nello strutturare le disposizioni, ha preso come modello di riferimento quello dell'impresa che ricorre sistematicamente al mercato dei capitali per la raccolta di risorse finanziarie.

La riforma si rivolge soprattutto alle società quotate e agli emittenti di titoli diffusi (circa 10.000 imprese, considerando anche le controllate dei gruppi) e apporta rilevanti modifiche al Codice Civile, al Testo unico della finanza (d.lgs. n. 58/1998), al Testo unico bancario (d.lgs. n. 383/1993) e ad altre leggi speciali⁷⁵.

Il provvedimento ha fissato una cornice legislativa di principi e criteri direttivi, lasciando poi ampi poteri regolamentari all'Autorità di Vigilanza e al Governo, secondo una tendenza che contraddistingue tutte le principali riforme legislative degli ultimi anni, a cominciare proprio da quella del diritto societario.

La riforma interviene su due aree distinte, quella delle imprese, incidendo sui criteri di trasparenza nella nomina di amministratori e comitati di controllo attraverso una ridefinizione del concetto di conflitto d'interessi (con un esplicito rinvio ai regolamenti della Consob), e quella del sistema di vigilanza e di tutela della concorrenza, in Italia di pertinenza esclusiva della Banca d'Italia.

⁷⁴ La Commissione Europea, con raccomandazione del 5 maggio 2004, scrive: *“Making sure that the management function will be submitted to an effective and sufficiently independent oversight function requires the presence on the board of a sufficient number of committed non-executive or supervisory directors, who, in addition to not performing management duties in the company, are also devoid of any particular bonds of interest (significant shareholder, employee, other) with them. This can be achieved in both systems (one-tier and two-tier boards), and the Recommendation therefore would not include any statement which would express a preference for any of these two formal structures”*.

⁷⁵ Per un'analisi approfondita delle principali innovazioni introdotte dalla normativa sul risparmio, attraverso l'esame del testo e la valutazione degli effetti della legge sulle società, sia sotto il profilo della *corporate governance* che degli aspetti più operativi, si rimanda a CIANFEROTTI S., LAPUCCI L., PAOLINI S. (2006), *La nuova normativa in materia di tutela del risparmio e disciplina dei mercati finanziari – legge n. 262/2005*, in Studi e note di Economia, Banca Monte dei Paschi di Siena, supplemento n. 1 al n. 3/2005.

Il *box 1* contiene le principali caratteristiche della riforma del risparmio.

Box 1 – Principali caratteristiche della legge di riforma 262/2005

- flessibilità e adattabilità della disciplina all'evoluzione delle condizioni del mercato e agli interessi dei risparmiatori;
- ampio rinvio alla normativa regolamentare di Autorità di Vigilanza e Governo, anche se è previsto l'obbligo di preventiva consultazione, nell'emanazione degli atti regolamentari a contenuto generale, dei soggetti vigilati e delle loro associazioni maggiormente rappresentative;
- ampliamento dei poteri della Consob relativamente agli argomenti più vicini all'attività bancaria: ad esempio, la sottoposizione alla normativa della sollecitazione del risparmio – contenuta nel TUF e nei regolamenti attuativi emanati dalla Consob – di una serie di strumenti finanziari, in particolare le obbligazioni delle banche;
- enfaticizzazione, anche sotto il profilo del procedimento sanzionatorio, delle responsabilità dei titolari delle funzioni di amministrazione, direzione o controllo, tra cui la nuova figura del «dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari»;
- inasprimento delle sanzioni amministrative e penali previste dai Testi unici bancario e della finanza e dal codice civile;
- rafforzamento della trasparenza nelle informazioni rivolte al mercato (documenti ufficiali, comunicazioni, informativa agli investitori, operazioni di M&A ecc.), considerate decisive per le scelte di investimento.

Fonte: CIANFEROTTI S., LAPUCCI L., PAOLINI S. (2006)

Il Consiglio di Amministrazione verrà ampiamente trattato nel Capitolo 2, dove se ne analizzeranno ruolo e funzioni; di seguito invece verranno forniti alcuni elementi sul Collegio Sindacale, che nella realtà italiana, fondata sul sistema tradizionale di *corporate governance*, riveste un ruolo importante.

3.1 Il Collegio Sindacale nel sistema tradizionale italiano

La riforma del diritto societario prevede per le società di capitali due distinte forme di controllo, il controllo sull'amministrazione (*ex art. 2403 del codice civile - doveri del collegio sindacale*) ed il controllo contabile (*ex art. 2409 bis del codice civile - controllo contabile*): il primo è sempre esercitato nel “modello tradizionale” dal collegio sindacale, mentre il secondo può essere esercitato dal collegio sindacale solo qualora lo statuto lo preveda e la società non faccia ricorso al mercato dei capitali e non sia obbligata alla redazione del bilancio consolidato⁷⁶.

All'interno del sistema tradizionale, il Collegio Sindacale viene disciplinato agli articoli 2397 e ss. del Codice Civile nonché, per le società quotate, agli articoli 148 e ss. del TUF.

⁷⁶ In via generale, invece, il controllo contabile è attribuito obbligatoriamente:

- ad una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili nell'ipotesi in cui la società faccia ricorso al mercato dei capitali di rischio;
- ad un revisore unico o ad una società di revisione, iscritti nel registro dei revisori contabili, nel caso in cui la società sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato.

La sua composizione può essere di tre o cinque membri effettivi, soci o non soci, con due sindaci supplenti: almeno un membro effettivo ed uno supplente devono essere scelti tra gli iscritti nel suddetto registro dei revisori contabili, mentre i restanti membri, se non iscritti in tale registro, devono essere scelti fra gli iscritti negli albi professionali individuati con decreto del Ministro della giustizia, o fra i professori universitari di ruolo, in materie economiche o giuridiche.

I doveri del collegio sindacale, con specifico riferimento alle società quotate, sono la vigilanza (art. 149 TUF):

- a) sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo;
- b) sul rispetto dei principi di corretta amministrazione;
- c) sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione;
- d) sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi;
- e) sull'adeguatezza delle disposizioni impartite dalla società alle società controllate ai sensi dell'articolo 114, comma 2.

Di contro, per quanto riguarda i poteri in capo ai Sindaci, questi *“possono, anche individualmente, procedere in qualsiasi momento ad atti di ispezione e di controllo, nonché chiedere agli amministratori notizie, anche con riferimento a società controllate, sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari, ovvero rivolgere le medesime richieste di informazione direttamente agli organi di amministrazione e di controllo delle società controllate”*⁷⁷. Il Collegio Sindacale può anche scambiare informazioni con i corrispondenti organi delle società controllate in merito ai sistemi di amministrazione e controllo ed all'andamento generale dell'attività sociale.

Al fine di garantire indipendenza e oggettività, la legge prevede delle cause di incompatibilità come condizioni preclusive all'attività di controllo svolta dai sindaci. In particolare non possono essere eletti sindaco (art. 148 c. 3 del TUF):

⁷⁷ Art. 151 del d.lgs. 58/1998 (TUF), come modificato dagli interventi legislativi successivi.

- a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'articolo 2382 del codice civile;
- b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo;
- c) coloro che sono legati alla società od alle società da questa controllate od alle società che la controllano od a quelle sottoposte a comune controllo ovvero agli amministratori della società e ai soggetti di cui alla lettera *b*) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza.

Inoltre la riforma del diritto societario, con prescrizione più rigorosa ed analitica di quella contenuta nel D.Lgs. n. 58/1998, dispone che ostano al conferimento dell'ufficio sindacale non solo i rapporti di lavoro, autonomo (se continuativo) e subordinato, con la società, con le sue controllate (anche se il controllo è condiviso con altri) e con le società che la controllano, ma anche quelli di consulenza, se continuativi, e quelli di natura finanziaria, nonché quelli di natura personale, che ne compromettano l'indipendenza. Lo statuto può prevedere poi altre cause di incompatibilità, oltre che limiti e criteri per il cumulo degli incarichi.

Il Codice Civile all'art. 2399, lettera *c*), a proposito dell'autonomia dei sindaci, fa riferimento ad una serie di rapporti di natura patrimoniale che ne potrebbero compromettere l'indipendenza. Si tratta di rapporti patrimoniali che il sindaco può aver intrapreso direttamente o indirettamente con l'impresa e che ne possono compromettere l'obiettività e la neutralità. Ciò può accadere nel momento in cui gli interessi patrimoniali personali siano in corrispondenza diretta con l'attività d'impresa.

Stabilire quali siano i rapporti o le circostanze che possono compromettere l'indipendenza dei sindaci non è cosa semplice⁷⁸; indicazioni in proposito potranno venire dalle categorie professionali interessate e, sul punto, potranno venire in aiuto anche i principi internazionali⁷⁹.

⁷⁸ ARTINA V. (2004), *Il Collegio sindacale: poteri, doveri e cause di incompatibilità*, in IPSOA - I Corsi di pratica professionale, n. 9.

⁷⁹ La Commissione Europea è intervenuta sulla materia precisando che: «un revisore legale, una società di revisione o una rete possono essere visti come finanziariamente dipendenti da un singolo cliente quando il totale dei corrispettivi, per servizi di revisione e non, che ricevono o prevedono di ricevere da quel cliente o gruppo di clienti oltrepassa una soglia critica dei loro ricavi totali». A tale proposito, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti si è posto il problema se sia opportuno procedere all'individuazione delle *soglie critiche* di cui parla la Commissione Europea, concordando nel ritenere che «la percezione pubblica di questa soglia dipenderà da vari fattori facenti parti del contesto in cui si svolge la revisione».

4. Il ruolo dell'autodisciplina nella corporate governance

Dopo aver analizzato i nuovi istituti introdotti nel nostro ordinamento a seguito della riforma del diritto societario, vengono di seguito presentate in questo paragrafo le esperienze dei Codici di Autodisciplina nel Regno Unito, in Francia, in Germania e negli Stati Uniti. Saranno esposti brevemente i passaggi storici che hanno portato alla nascita dei Codici, descrivendone sinteticamente gli aspetti rilevanti⁸⁰ ed il ruolo del concetto di indipendenza nelle diverse realtà; nell'analisi del Codice di Autodisciplina italiano verranno presentate le novità principali dell'ultima edizione (2006), rimandando al capitolo 2 l'approfondimento sul ruolo degli amministratori indipendenti.

È possibile fin d'ora osservare come l'autodisciplina abbia svolto un importante ruolo di "forza unificatrice" delle varie discipline nazionali⁸¹, contribuendo a rendere sempre più uniforme la struttura interna delle società, anche se costituite in realtà giuridico-economiche molto diverse tra loro. In questo modo, l'autodisciplina è stata anche lo strumento che ha consentito una sempre maggiore affermazione dell'istituto degli amministratori indipendenti. In alcuni paesi, l'istituto degli amministratori indipendenti è stato recepito anche a livello legislativo; in altri, l'efficacia meramente persuasiva dell'autodisciplina è divenuta vincolante per le imprese che vogliono essere ammesse alle negoziazioni sui mercati regolamentati; in altri ancora, l'adesione ai principi individuati dai codici di autodisciplina è rimasta volontaria, ma è fatto obbligo alle imprese che non intendano conformarsi di fornire le motivazioni di tale scelta.

4.1 Dal Rapporto Caldbury al Combined Code del Regno Unito

La realtà britannica è molto simile a quella statunitense, con una tradizione giuridica di *common law*. Le società sono tipicamente organizzate secondo lo *one-tier system*: il Consiglio di Amministrazione è al centro dell'organizzazione della società e si articola in vari comitati composti prevalentemente da amministratori non esecutivi e indipendenti.

⁸⁰ Per un approfondimento sul tema si può vedere BARBIERA L. (2000), *Il corporate governance in Europa - amministrazione e controllo nelle società per azioni in Italia, Francia, Germania e Regno Unito*, Giuffrè, Milano.

⁸¹ Sul ruolo dei codici di autodisciplina, con particolare riferimento al governo delle società quotate, si rimanda a IRTI N., (2003), *Due temi di governo societario (responsabilità "amministrativa" – codici di autodisciplina)*, in *Giur. Comm.*, n. 6, pp. 699 e ss. – CHIEFFI A. (2003), *Corporate Governance e comunicazione nel Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Politeia*, n. 72 – ALVISI C. (2002), *Autoregolamentazione e corporate governance nella riforma del diritto societario*, in *Contratto e impresa*, fasc. 3, pp. 1046-1102.

Il Regno Unito è stato il primo paese ad affrontare un serio dibattito (dopo gli USA) sul tema della *corporate governance*, a seguito della pubblicazione del *Rapporto Cadbury* nel 1992; esso è nato a seguito di alcuni avvenimenti che hanno sconvolto l'opinione pubblica britannica, come la morte misteriosa di Robert Maxwell, accusato di aver sottratto 700 milioni di sterline dai fondi pensione dei dipendenti per sostenere la sua fallimentare società di editoria o il fallimento della società Polly Peck che aveva dichiarato cospicui utili l'anno prima. E' stato il punto di partenza per la creazione di uno dei più coerenti e completi sistemi di *corporate governance*.

Il *Cadbury Code* è stato, infatti, il primo tentativo di sviluppare un codice di condotta per le aziende quotate; da quel momento un esecutivo scorretto poteva essere portato dinanzi ad una corte da investitori, dipendenti ed azionisti. Una delle sue linee guida principali è stata la separazione tra il ruolo di Amministratore Delegato (CEO) e quello di Presidente, in un sistema fino a quel momento caratterizzato dalla guida di una sola persona e da un Consiglio inefficiente.

Il *Rapporto Cadbury* ha rappresentato, quindi, la base su cui lavori successivi hanno costruito il sistema di *corporate governance* britannico che, a sua volta, è stato il modello per la redazione di altri codici in Europa.

Il *Cadbury Code* non si poteva, però, considerare un sistema infallibile⁸²; ecco perché il processo di regolamentazione non si è fermato, ma ha continuato a migliorarsi tramite i *Rapporti Greenbury e Hempel*; quest'ultimo lavoro, che ha sintetizzato studi ed esperienze di sette anni, ha portato a stilare il *Combined Code* nel 1998 (poi rivisto nel 2000 e nel 2003).

Importante è stato il ruolo della figura degli Amministratori non esecutivi e di quelli indipendenti nei lavori svolti nel Regno Unito⁸³: nonostante non sia stata data una delimitazione precisa dei requisiti che portavano a considerare un amministratore come indipendente⁸⁴ (fino al *Rapporto Higgs*⁸⁵ e al *Combined Code*⁸⁶ del 2003), sono stati dettati

⁸² Cadbury stesso affermò che quel sistema non avrebbe impedito a Maxwell di compiere le sue truffe, ma “sicuramente lo avrebbe portato molto più rapidamente all'attenzione dell'opinione pubblica”.

⁸³ Già nel documento del 1992, ben otto articoli, dal 4.10 al 4.17, sono dedicati agli amministratori non esecutivi ed indipendenti; RAPPORTO CADBURY, *Financial Aspects of Corporate Governance*, Financial Reporting Council, 1 dicembre 1992.

⁸⁴ Proprio per questo motivo è stato osservato che “numerose critiche sono, quindi, state mosse nei confronti del Cadbury Committee per non aver saputo dettare regole precise volte a determinare le modalità e le condizioni di nomina dei non-executive directors e, soprattutto, per non aver affrontato la questione legata alla effettiva autonomia e professionalità che tali soggetti devono avere per poter rivestire il ruolo di garanti degli interessi degli azionisti”; COLOMBERA M. (1996), *Le regole di corporate governance nel Regno Unito: il Cadbury Committee e il Greenbury Committee*, in *Rivista delle Società*, p. 440.

⁸⁵ RAPPORTO HIGGS, *Rewiew of the role and effectiveness of non-executive directors*, Department of Trade and Industry, 20 gennaio 2003.

principi dettagliati per la loro presenza nei *Boards*. Ci sono precise regole formali da adottare per la selezione degli amministratori (soprattutto i non esecutivi e indipendenti)⁸⁷, raccomandando una composizione bilanciata tra esecutivi e non, in modo da evitare che un gruppo possa esercitare il potere senza troppi consensi; è prevista la composizione dei principali comitati con la maggioranza di indipendenti, dando la possibilità a tutti gli amministratori di accedere alle informazioni sulla gestione.

4.2 La Francia e la tradizione giuridica civil law

Dal punto di vista giuridico la Francia è un paese di *civil law*, ovvero con un ordinamento che si colloca pienamente nella tradizione giuridica dell'Europa continentale. Originariamente la legislazione francese ha descritto un modello societario ispirato allo *one-tier system*; successivamente è stata introdotta⁸⁸ (analogamente a quanto avvenuto in Italia con il d.lgs. n. 6/2003) la possibilità per le imprese di organizzarsi secondo un modello alternativo a quello tradizionale, riconducibile a quello tedesco (*two-tier system* o modello dualistico).

Il modello tradizionale francese prevede un organo gestorio, il *Conseil d'Administration* (analogo al Consiglio di Amministrazione italiano e al *Board of directors* inglese), ma non prevede un organo di controllo. In questo modello infatti, la funzione di vigilanza è affidata ai revisori dei conti (*Commissaires aux Comptes*), soggetti esterni che svolgono un controllo soprattutto contabile⁸⁹.

⁸⁶ Il Combined Code, pubblicato per la prima volta nel 1998, offre un'esposizione ordinata e sistematica di tutte le istanze proposte dai rapporti che lo precedono.

Si tratta di un codice di autodisciplina che ha il merito di aver fatto la sintesi dei risultati di sette anni di esperienze; si compone di due parti: i "*Principles of Corporate Governance*" e il "*Code of Best Practice*": i primi riassumono l'essenza dell'esperienza britannica di corporate governance, mentre il secondo è strutturato in una serie di articoli a commento di ognuno dei "*Principles*".

⁸⁷ "*Given the importance of their distinctive contribution, non-executive directors should be selected with the same impartiality and care as senior executives. We recommend that their appointment should be a matter for the board as a whole and that there should be a formal selection process, which will reinforce the independence of non-executive directors and make it evident that they have been appointed on merit and not through any form of patronage*"; RAPPORTO CADBURY, Financial Aspects of Corporate Governance, Financial Reporting Council, 1 dicembre 1992, articolo 4.15. Uno studio che ha analizzato la corrispondenza dell'operato delle imprese quotate all'Irish Stock Exchange (luglio 2002) con le norme dettate dal Combined Code e dall'Higgs Report, ha fatto emergere come solo il 38% delle società si sono adeguate alle norme contenute nell'Higgs Report relative al concetto di indipendenza; BRENNAN N., MCDERMOTT M. (2004), *Alternative Perspectives on Independence Directors*, in Corporate Governance, vol. 12, n. 3, pp. 325-336.

⁸⁸ Nel 1966, con la Loi n.66-537 del 24/7/1966.

⁸⁹ Il modello opzionale francese (*two tier system*) ricalca l'organizzazione societaria tedesca, prevedendo un organo gestorio, il *Directoire* (analogo al *Vorstand*), e un organo di controllo, il *Conseil de Surveillance* (analogo all'*Aufsichtsrat*). A quest'ultimo sono affiancati nello svolgimento della funzione di controllo dei

Nel luglio 1995 anche la Francia riesce a produrre una raccolta di principi di *corporate governance* per i Consigli di Amministrazione delle società quotate, che prende il nome di *Rapporto Vienot*; le sue peculiarità sono quelle di non considerare come una necessità la separazione del ruolo di amministratore delegato da quello di presidente, non essendo soluzione universalmente valida, e quindi necessaria per la buona gestione della società⁹⁰.

Il rapporto francese non ritiene rilevante, inoltre, l'istituzione di una rappresentanza delle minoranze in Consiglio ma attribuisce particolare importanza al ruolo degli indipendenti, visti come strumento atto a controbilanciare il potere degli azionisti di riferimento⁹¹.

Il Rapporto considera il *Conseil d'Administration* come “*un organo collegiale che rappresenta collettivamente l'assemblea degli azionisti e non costituisce, perciò, un aggregato eterogeneo di persone portatrici di interessi in conflitto*”⁹² e identifica gli amministratori indipendenti come uno strumento utile per la buona gestione di una impresa.

Sul tema degli amministratori indipendenti, viene precisato come un amministratore indipendente non sia solo un amministratore non esecutivo, bensì un soggetto che non abbia alcun interesse speciale nella società, né come azionista, né come cliente⁹³. Viene raccomandato altresì che i Consigli di Amministrazione abbiano un'equilibrata composizione tra amministratori indipendenti, amministratori non esecutivi e amministratori esecutivi⁹⁴.

Nel 1999 è stato pubblicato in Francia un secondo documento sulla *corporate governance*, con il nome di *Rapporto Vienot II*.

Commissaires aux Comptes. Il modello dualistico francese ha riscosso scarso successo e poche sono state le imprese che lo hanno adottato; GOLDSTEIN A. (1996), *Privatizzazioni e corporate governance in Francia*, in Moneta e Credito, pag. 529.

⁹⁰ RAPPORTO VIENOT I, Conseil National du Patronat Francaise e Association Francaise des Enterprises Privees, luglio 1995, Sezione I, punto 4.

⁹¹ Si legge nella Sezione II, al punto 3, che “the Committee believes that the best solution is to appoint several independent directors to boards of companies controlled by a majority shareholder, rather than to provide for special representation of minority shareholders”; Rapporto Vienot I, Conseil National du Patronat Francaise e Association Francaise des Enterprises Privees, luglio 1995, traduzione inglese.

⁹² COSTANZO P., SANGUINETTI A. (2003), *Il governo delle società in Italia e in Europa*, EGEA, Milano.

⁹³ Si legge nella Sezione II, al punto 3, che “an independent director is an individual who has no direct or indirect interest of any kind in the company or in any of its affiliates, and is thus able to provide a completely impartial contribution to boardroom debate. Such directors cannot be employees, or Chairmen, or executive directors of the company or any of its affiliates, or have occupied such a position in the three previous years. Nor can they be major shareholders of the company or any of its affiliates, or have links with any such shareholders. Finally they must not be associated in any way with any usual and significant partner, whether commercial or financial, of the company or its affiliates”; Rapporto Vienot I, Conseil National du Patronat Francaise e Association Francaise des Enterprises Privees, luglio 1995, traduzione inglese.

⁹⁴ Per una definizione puntuale di amministratore esecutivo, non esecutivo ed indipendente si rimanda ampiamente al capitolo 2.

Tra le modifiche di maggior rilievo, viene stabilita una durata massima, pari a quattro anni, dei mandati degli amministratori e viene limitato a cinque il numero massimo dei mandati in società quotate che un amministratore esecutivo può ricoprire.

Per quanto riguarda gli amministratori indipendenti, viene semplificata la definizione degli stessi rispetto a quella contenuta nel primo *Rapporto Vienot*⁹⁵. È raccomandato inoltre che il loro numero sia pari ad almeno un terzo dei membri del *Conseil d'Administration*, del comitato *audit* e del comitato per le nomine (contro, rispettivamente, due, uno e uno del Rapporto precedente), e che rappresentino la maggioranza dei membri del comitato per le remunerazioni (in precedenza non era prevista alcuna presenza degli amministratori indipendenti all'interno del comitato).

Il *Rapporto Bouton* nel 2003 fornisce un'ulteriore definizione di amministratore indipendente⁹⁶ e specifica con ancora maggiore chiarezza i requisiti che un amministratore deve possedere per essere considerato indipendente; viene infine rivisto il numero di amministratori indipendenti che dovrebbero essere presenti nel Consiglio di Amministrazione⁹⁷.

4.3 Il ruolo dell'autodisciplina nella tradizione renana

La Germania, appartenente alla tradizione giuridica di *civil law*, è la più importante realtà capitalistica mondiale ad avere un modello di organizzazione societaria profondamente diverso rispetto a quello monistico. La struttura interna delle società tedesche rispecchia infatti il *two-tier system*.

Il modello di organizzazione delle società tedesche prevede due organi: l'*Aufsichtsrat*, o Consiglio di sorveglianza, e il *Vorstand*, o Consiglio di gestione. I membri del primo sono

⁹⁵ Si legge: "A Director is independent of the corporation's management when he or she has no relationship of any kind whatsoever with the corporation or its group that is such as to jeopardize exercise of his or her free judgment"; RAPPORTO VIENOT II, Mouvement des Entreprises de France e Association Francaise des Entreprises Privees, luglio 1999, traduzione inglese.

⁹⁶ Si legge: "A director is independent when he or she has no relationship of any kind whatsoever with the corporation, its group or the management of either that is such as to color his or her judgment"; RAPPORTO BOUTON, Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées, Rapport du groupe de travail présidé par Daniel Bouton, président de la Société Générale, MEDEF and AFEP-AGREF, 23 september 2003.

⁹⁷ Tale percentuale viene aumentata da un terzo alla metà del *Conseil d'Administration*; anche nel comitato audit viene suggerito di inserire amministratori indipendenti in misura pari ai due terzi dei membri, da un terzo previsto in precedenza.

eletti dall'assemblea degli azionisti (*Hauptversammlung*) e dai rappresentanti dei lavoratori, consentendo di realizzare la cosiddetta co-gestione (o co-determinazione) della società.

Il Consiglio di sorveglianza, oltre a svolgere la funzione di controllo sulla gestione, nomina e revoca i membri del *Vorstand*, fornisce autorizzazioni preventive agli amministratori per determinate operazioni ed ha il potere di specificare unilateralmente queste operazioni. Al *Vorstand* spettano invece la gestione ordinaria della società, la redazione del bilancio e l'obbligo di fornire informazioni al Consiglio di sorveglianza sull'andamento dell'impresa; i membri del Consiglio di gestione non possono essere membri anche dell'*Aufsichtsrat*⁹⁸.

La prima versione del Codice di *corporate governance* tedesco (*Deutscher Corporate Governance Kodex*) è stata redatta da una commissione governativa presieduta da Gerhard Cromme e pubblicata nel 2002⁹⁹.

Nella versione attuale, aggiornata al giugno 2007, vengono affermati nel preambolo alcuni concetti interessanti.

Anzitutto viene dichiarato l'obiettivo che il documento si propone¹⁰⁰, pratica non sempre utilizzata nei codici di altri paesi; successivamente viene esplicitata la rappresentanza dei dipendenti nel Consiglio di sorveglianza¹⁰¹, aspetto caratteristico del governo delle imprese tedesche.

Infine, si afferma che l'adesione alle raccomandazioni contenute nel Codice avviene su base del tutto volontaria, precisando tuttavia che le imprese sono tenute a rendere pubbliche le

⁹⁸ Nell'ottobre del 1997 sono state apportate delle modifiche al sistema dualistico tedesco: è stato istituito un comitato di controllo all'interno dell' *Aufsichtsrat* e stabilita una maggiore collaborazione tra il Consiglio di sorveglianza e i revisori contabili. Questi ultimi infatti verranno nominati non più dal Consiglio di gestione, bensì dal Consiglio di sorveglianza; i membri del Consiglio di sorveglianza inoltre non devono essere meno di dodici e più di venti, a seconda delle dimensioni della società. Inoltre, l'*Institut der Wirtschaftsprüfer* (l'istituto tedesco dei revisori contabili) in un suo documento raccomanda che siano persone tecnicamente qualificate, dispongano del tempo necessario per poter svolgere efficacemente il controllo e siano espressione anche delle minoranze azionarie; BALP G. (2000), *Corporate governance e controlli esterni in Germania*, in Rivista delle Società – DI MARCO G. (1998), *La riforma tedesca del diritto delle società per azioni*, in Le Società.

⁹⁹ LUTTER M. (2003), *Una introduzione al Codice tedesco di corporate governance*, in Rivista delle Società.

¹⁰⁰ Si legge che: "Il Codice mira a rendere il sistema tedesco di corporate governance trasparente e comprensibile. Il suo scopo è di stimolare la fiducia da parte degli investitori nazionali ed internazionali, dei clienti, dei dipendenti e del pubblico nella gestione e controllo delle società di diritto tedesco quotate in borsa"; DEUTSCHER CORPORATE GOVERNANCE KODEX, Regierungskommission, 14 giugno 2007, traduzione italiana.

¹⁰¹ Viene previsto che: "I membri del Consiglio di Sorveglianza sono nominati dall'assemblea degli azionisti (*Hauptversammlung*). Nelle imprese con più di 500 o più di 2.000 dipendenti in Germania, anche i dipendenti sono rappresentati nel Consiglio di Sorveglianza, i cui membri saranno nominati, rispettivamente nella misura di un terzo o della metà dai dipendenti. Nelle imprese con oltre 2.000 dipendenti, il Presidente del Consiglio di Sorveglianza, che è sempre un rappresentante degli azionisti, dispone di un secondo voto decisivo nelle delibere. Tanto i rappresentanti nominati dagli azionisti quanto quelli nominati dai dipendenti sono ugualmente obbligati ad agire nell'interesse dell'impresa"; DEUTSCHER CORPORATE GOVERNANCE KODEX, Regierungskommission, 14 giugno 2007, traduzione italiana.

deviazioni da tali raccomandazioni, esplicitando le ragioni che hanno portato a tale decisione¹⁰².

Riguardo al concetto di indipendenza, nel Codice si fa riferimento ai membri del Consiglio di sorveglianza, anziché a quelli del Consiglio di gestione. E anche per i comitati, si raccomanda la loro istituzione non all'interno dell'organo di gestione, ma all'interno del Consiglio di sorveglianza.

Con riferimento all'*Aufsichtsrat* invece, l'articolo 5.3 ne raccomanda l'articolazione in comitati "*specializzati per materia*", in modo da "*agevolare la trattazione di argomenti complessi*"; viene in particolare stabilito che dovrà essere istituito un comitato per il controllo interno (*Prüfungsausschuss*), con il compito di occuparsi degli "*argomenti attinenti alla contabilità, alla gestione dei rischi ed alla Compliance, all'indipendenza del revisore contabile, all'affidamento dell'incarico di revisione, all'individuazione dei punti cruciali nella revisione e alla determinazione del compenso del revisore*".

Nulla viene stabilito riguardo alla composizione dei comitati; per quanto riguarda invece la composizione del Consiglio di sorveglianza si stabilisce che questo "*sia composto in ogni momento di membri muniti delle competenze e capacità e dell'esperienza necessaria per portare a compimento gli obiettivi in modo appropriato e che tali membri risultino essere indipendenti in una misura adeguata*".

Al fine di valutare questi requisiti, viene stabilito che si debba tenere conto "*dell'attività svolta dall'impresa in ambito internazionale, dei potenziali conflitti di interessi e di un limite di età che dovrà essere preventivamente specificato*".

4.4 Gli Stati Uniti e l'autodisciplina oltreoceano

La realtà statunitense è quella che più di ogni altra ha visto al centro del dibattito politico ed economico le tematiche riguardanti la *corporate governance* ed il ruolo degli amministratori, dipendenti o meno, all'interno delle strutture societarie.

¹⁰² Così si legge che: "*Le raccomandazioni del Codice sono indicate nel testo dall'uso del verbo "dovrà". Le società possono non osservare tali raccomandazioni, ma, in questo caso, sono tenute a rendere pubbliche annualmente le deviazioni da tali raccomandazioni. Ciò permette alle società di tener conto delle necessità specifiche del settore o dell'impresa. Così, il Codice contribuisce alla autoregolamentazione e alla flessibilità del sistema societario tedesco. Inoltre, il Codice contiene suggerimenti dai quali è possibile discostarsi senza perciò essere soggetti a obblighi di pubblicità; per tali suggerimenti il Codice usa verbi come "dovrebbe" o "può". I rimanenti passaggi del Codice, non contraddistinti da alcuno dei verbi suddetti, contengono disposizioni che le imprese sono obbligate ad osservare alla stregua di una disciplina normativa*"; DEUTSCHER CORPORATE GOVERNANCE KODEX, Regierungskommission, 14 giugno 2007, traduzione italiana.

Nell'impostazione statunitense, i membri dei comitati interni di controllo sono membri del Consiglio di Amministrazione, nominati da quest'ultimo con il compito di controllo sulla gestione della società; ciò risponde alla logica tipica delle società statunitensi o inglesi di grandi dimensioni, in cui il compito primario del *board of directors* non è tanto la gestione della società, quanto il controllo sull'operato dei *manager*.

Questi ultimi, infatti, potranno essere anche *directors*, cioè amministratori, ma mai *auditors*, cioè amministratori membri del comitato interno di controllo; molte istituzioni e studi statunitensi richiedono che gli *audit committee* siano composti da amministratori indipendenti, sulla base della considerazione che, per le loro caratteristiche, gli "*independent directors are better able to objectively evaluate the propriety of management's accounting, internal control and reporting*"¹⁰³.

Le distinzioni operate negli anni tra *officers* ed *employees* e tra *directors* ed *employees*, ha portato alla separazione attuale tra le diverse figure di amministratori, esecutivi, non esecutivi ed indipendenti, come risultato dell'evoluzione del diritto societario. Gli *officers* che sono anche *directors*, oggi sono chiamati *executive directors*, cioè amministratori esecutivi, in contrapposizione ai *non-executive directors*, che sono invece quegli amministratori che non ricoprono ruoli dirigenziali all'interno della società, e agli *independent directors*¹⁰⁴.

Per quanto riguarda i requisiti necessari per essere considerati indipendenti, l'*American Law Institute*, nei suoi "*Principles of Corporate Governance*"¹⁰⁵, richiede che un amministratore indipendente per essere considerato tale non debba avere alcuna "*significant relationship*" con la società o con i *senior executives* della stessa e precisa che "*significant relationship includes employment by the corporation, prior employment within the two preceding years, family relationships, and various relationships*"¹⁰⁶.

¹⁰³ ABBOTT L. J., PARKER S., PETERS G. F. (2002), *Audit Committee Characteristics and the Perceived Quality of Financial Reporting: An Empirical Analysis*, March.

¹⁰⁴ Le tre categorie sono anche chiamate: *inside directors*, *gray-affiliated directors*, *independent outside directors*; BREWER E., JACKSON W. E., JAGTIANI J. A. (2000), *Impact of Independent Directors and the Regulatory Environment on Bank Merger Prices: Evidence from Takeover Activity in the 1990s*, Federal Reserve Bank of Chicago and University of North Carolina at Chapel Hill – WAN K. M. (2003), *Independent Directors, Executive Pay, and Firm Performance*, University of Texas at Dallas - Department of Finance & Managerial Economics – FELO A. J., KRISHNAMURTHY S., SOLIERI S. A. (2003), *Audit Committee Characteristics and the Perceived Quality of Financial Reporting: an Empirical Analysis*.

¹⁰⁵ AMERICAN LAW INSTITUTE (1994), *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations (Principles of Corporate Governance)*, American Bar Associati.

¹⁰⁶ Per completezza, gli standard previsti dal Listed Company Manual della New York Stock Exchange (NYSE), prevedono che: "*No director qualifies as "independent" unless the board of directors affirmatively determines that the director has no material relationship with the listed company (either directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company). Companies must disclose*

E' interessante rappresentare inoltre che, in aggiunta ai requisiti di indipendenza, sono state predisposte dall'*Institute of Internal Auditors* delle regole di condotta per gli *auditors*, che essi dovrebbero essere tenuti ad osservare nell'esercizio delle loro funzioni. Nel "*Professional Practice Framework*" (traduzione italiana a cura dell'*Associazione Italiana Internal Auditors*) è scritto che l'*internal auditor* è tenuto ad applicare e sostenere i principi di integrità, obiettività, riservatezza e competenza¹⁰⁷.

Solitamente il modello anglosassone viene posto in contrapposizione con quello tedesco anche se, a ben vedere, le differenze tra i due modelli sono meno rilevanti di quanto appaia formalmente, come dimostrano le frequenti lamentele sul fatto che anche in USA e nel Regno Unito i Consigli di Amministrazione sono spesso troppo poco impegnati nella difesa degli interessi degli azionisti, che pure dovrebbero rappresentare.

Agli azionisti viene formalmente riconosciuto il diritto di eleggere gli amministratori, ma tale elezione si riduce spesso nella semplice approvazione di quanto suggerito dal *management*. I legami esistenti tra *manager* e amministratori sono in genere più stretti di quelli tra amministratori e azionisti, con il risultato che anche i Consigli di Amministrazione delle società anglosassoni, al pari di quelli delle società tedesche, tendono a bilanciare gli interessi di tutti gli *stakeholder*, senza dare a priori un peso dominante a quello degli azionisti¹⁰⁸.

these determinations", ed in aggiunta stabiliscono che non possa essere considerato indipendente: "(1) A director who is an employee, or whose immediate family member is an executive officer, of the company is not independent until three years after the end of such employment relationship, (2) A director who receives, or whose immediate family member receives, more than \$100,000 per year in direct compensation from the listed company, other than director and committee fees and pension or other forms of deferred compensation for prior service (provided such compensation is not contingent in any way on continued service), is not independent until three years after he or she ceases to receive more than \$100,000 per year in such compensation, (3) A director who is affiliated with or employed by, or whose immediate family member is affiliated with or employed in a professional capacity by, a present or former internal or external auditor of the company is not "independent" until three years after the end of the affiliation or the employment or auditing relationship, (4) A director who is employed, or whose immediate family member is employed, as an executive officer of another company where any of the listed company's present executives serve on that company's compensation committee is not "independent" until three years after the end of such service or the employment relationship, and (5) A director who is an executive officer or an employee, or whose immediate family member is an executive officer, of a company that makes payments to, or receives payments from, the listed company for property or services in an amount which, in any single fiscal year, exceeds the greater of \$1 million, or 2% of such other company's consolidated gross revenues, is not "independent" until three years after falling below such threshold"; NYSE (2003), *Corporate Governance Codes and Principles*, November. Per quanto riguarda invece il concetto di "organo indipendente", si veda KLEIN A. (2000), *Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management*, New York University - Department of Accounting, Taxation & Business Law, Working paper, October.

¹⁰⁷ INSTITUTE OF INTERNAL AUDITORS (1999), *Professional Practice Framework*, IIA.

¹⁰⁸ LAZZARI V. (2001), *Corporate Governance: fondamenti, aspetti controversi e prospettive future*, in *Economia & Management*, 3, pag. 71-84.

4.5 L'autodisciplina in Italia da Preda al nuovo Codice del 2006

Le radici dell'attuale disciplina italiana si fanno risalire a qualche secolo fa, quando sono nate le prime norme tese ad evitare che si creassero pericolosi conflitti di interesse nella gestione delle società; già nel codice di commercio del 1865 fu inserita una norma che vietava agli azionisti di istituti bancari di sedere all'interno dei Consigli d'Amministrazione degli stessi. Nel 1913 fu inoltre emanata una legge che vietava agli agenti di cambio qualsiasi tipo di legame con le banche¹⁰⁹.

Bisognerà però attendere il 1974 per giungere alla costituzione di un organismo di vigilanza (Consob), con il compito di svolgere attività rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano¹¹⁰.

Fino al 1999, quando ha visto la luce il primo codice italiano in materia di *corporate governance* (codice Preda), non vi era un corpo organico di principi a cui attenersi nella gestione societaria, nonostante il dibattito negli altri paesi avesse già da anni portato alla redazione di codici sulla *corporate governance*.

I modelli sopra rappresentati (soprattutto l'esperienza francese e quella britannica) sono quelli dai quali il Comitato italiano per la *corporate governance* delle società quotate ha cercato di trarre maggiore spunto attraverso una rielaborazione ed un adattamento dei principi al nostro sistema capitalistico. Ne è risultato un *Codice di Autodisciplina* che, come il primo rapporto pubblicato afferma (Codice Preda), “è un punto di riferimento di natura organizzativa e funzionale che come tale non è fonte di nessun obbligo giuridico”. Si è scelta una “linea morbida” (a differenza di altri paesi che hanno imposto alle società che intendono quotarsi sui mercati regolamentati l'obbligo di rispettare tali principi), assecondando il principio “*comply or explain*”¹¹¹: una società dovrebbe rispettare i dettami del codice e qualora volesse discostarsi da essi, dovrebbe darne adeguata motivazione al mercato, spiegando il motivo del mancato rispetto.

¹⁰⁹ Legge 20 marzo 1913, n. 272.

¹¹⁰ Legge 7 giugno 1974, n. 216; nel 1985 l'autorità sarà poi dotata di piena autonomia e personalità giuridica.

¹¹¹ Letteralmente “rispetta o spiega”. Al riguardo, l'art. 14 della sulla tutela del risparmio 262 del 2005, ha inserito nel TUF il nuovo art. 124-bis, che stabilisce l'obbligo per le società quotate di diffondere “*annualmente, nei termini e con le modalità stabiliti dalla Consob, informazioni sull'adesione a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori e sull'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, motivando le ragioni dell'eventuale inadempimento*”.

Nel 2002 si è proceduto ad una rivisitazione della prima edizione del Codice, volta a recepire quanto emerso nel frattempo dall'applicazione pratica dei principi da esso previsti.

Nel marzo del 2006 infine, a sette anni dalla prima edizione, Borsa Italiana ha deciso di sottoporre ad una profonda revisione i principi di governo societario applicabili alle società quotate italiane, con l'obiettivo di fare chiarezza su figure e ruoli che si sono andati sviluppando nell'esperienza pratica degli ultimi anni (come ad esempio la figura dell'amministratore indipendente e i comitati interni); è stato così redatto il nuovo *Codice di Autodisciplina per le società quotate*¹¹².

L'adesione a quanto previsto nel Codice resta volontaria¹¹³, fermo restando quanto sopra descritto; l'unica sanzione prevista, nel caso una società decidesse di non applicare i principi del Codice, sarebbe una valutazione negativa da parte del mercato, che nell'ambito delle società quotate è di per sé un deterrente efficace rispetto a sanzioni di altra natura¹¹⁴.

Ogni anno, le società che aderiscono al Codice, ne danno opportuna informazione al mercato, attraverso il documento che viene definito "relazione sul governo societario"; la vigilanza su tale informativa viene effettuata internamente ad ogni società dal collegio sindacale¹¹⁵.

Di seguito si elencano alcuni dei punti essenziali su cui il nuovo Codice è intervenuto, rimandando poi al capitolo 2 l'analisi puntuale del ruolo e del funzionamento del Consiglio di Amministrazione e della figura degli amministratori indipendenti, che assumono nella nuova edizione un ruolo importante.

¹¹² Per un quadro sulle novità introdotte dall'attuale Codice di Autodisciplina si veda, BAGLIONI M., GRASSO G. (2006), *Nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Le Società*, n. 9, pp. 1061-1067.

¹¹³ BRUTTI N. (2007), *Rilevanza giuridica dell'autoregolamentazione: osservazioni sui "codici di comportamento" di società quotate*, in *Le Società*, n. 10, pp. 1215-1224.

¹¹⁴ Appare infatti difficile immaginare che una società quotata possa esimersi dall'aderire ai principi previsti dal *Codice di Autodisciplina*, nonostante questi non siano vincolanti; la reazione della Comunità finanziaria porterebbe ad una immediata penalizzazione del titolo. Si potrebbe parlare dunque in questo caso di "obbligo facoltativo".

¹¹⁵ La legge 262/2005 sulla Tutela del Risparmio ha introdotto nel Testo Unico della Finanza gli artt. 124-bis e ter su tale informativa. L'art. 124-bis (*Obblighi di informazione relativi ai codici di comportamento*) prevede che: "1. Le società di cui al presente capo diffondono annualmente, nei termini e con le modalità stabiliti dalla Consob, informazioni sull'adesione a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori e sull'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, motivando le ragioni dell'eventuale inadempimento"; al successivo 124-ter (*Informazione relativa ai codici di comportamento*) viene poi disposto: "1. La Consob, negli ambiti di propria competenza, stabilisce le forme di pubblicità cui sono sottoposti i codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori". Per quanto riguarda la vigilanza sull'informativa, all'art. 149 del TUF (comma 1 punto c-bis), sempre la Legge sulla Tutela del Risparmio, ha introdotto il dovere del collegio sindacale di vigilare "sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi".

Coerentemente con le modifiche apportate dalle riforme legislative presentate al paragrafo 3, il *Codice di Autodisciplina* interviene su tre ambiti rilevanti per la *governance* delle imprese:

- a) composizione e funzionamento del Consiglio di Amministrazione, con l'introduzione del concetto di valutazione (seppure in forma di *self-assessment*) dell'operato degli amministratori;
- b) sistema dei controlli interni e definizione dei casi di indipendenza, al fine di ridurre la possibilità di conflitto d'interesse in capo ai soggetti;
- c) *disclosure*, introducendo l'obbligo della comunicazione di eventuali rapporti di carattere economico da parte degli amministratori, dei sindaci e dei revisori con esponenti della proprietà, oltre a una più dettagliata informativa circa le operazioni con le parti correlate.

Nel concreto, le modifiche hanno interessato anzitutto la struttura del Codice, che ora prevede una suddivisione in tre sezioni per ogni articolo: Principi, Criteri applicativi e Commenti (elaborati dal *comitato per la corporate governance*), in modo da agevolare l'attuazione del principio "*comply or explain*".

Tra i criteri applicativi dell'articolo 1 relativo al "ruolo del Consiglio d'Amministrazione" è possibile rintracciare una prima importante modifica: al Consiglio d'Amministrazione viene infatti chiesto di esprimere il proprio orientamento in merito al numero massimo di incarichi di amministratore o sindaco che è possibile ricoprire (1.C.3); in funzione dell'impegno necessario per lo svolgimento dei ruoli in esame, devono essere individuati i criteri generali per la quantificazione dei relativi incarichi, anche in relazione a natura e dimensione delle società in cui tali incarichi sono ricoperti.

In merito alla composizione del Consiglio, all'articolo 2.C.3 viene prevista, per la prima volta nella nostra disciplina, la figura del *lead independent director*, con il compito di coordinare le istanze e i contributi degli amministratori non esecutivi e, in particolare, di quelli indipendenti. Tale figura viene raccomandata qualora vi sia una sovrapposizione di cariche tra il Presidente e l'amministratore delegato (una pratica che viene comunque sconsigliata alla luce delle *best practice* internazionali), o nel caso in cui la carica di Presidente sia ricoperta da colui che controlla l'emittente. Tra i commenti all'articolo, si afferma che al *lead independent director* è assegnato il compito di verificare se gli amministratori siano destinatari di un flusso

informativo completo e tempestivo. A questo amministratore è attribuita, infine, la facoltà di convocare riunioni di soli amministratori indipendenti utili alla discussione di temi di particolare rilievo rispetto al funzionamento del Consiglio di Amministrazione o alla gestione sociale (è di fatto prevista la convocazione delle *executive sessions*, molto diffuse nel sistema anglosassone).

Per quanto concerne gli amministratori indipendenti, ne viene data una definizione al punto 3.P.1, introducendo conseguentemente diverse novità; il principio generale sulla valutazione dell'indipendenza è quello della prevalenza della sostanza sulla forma (art. 3.C.1), spettando al Consiglio di Amministrazione l'accertamento periodico del mantenimento dei requisiti in capo a tali amministratori.

Anche i componenti del collegio sindacale vengono coinvolti nella valutazione, in quanto sono tenuti a verificare la corretta applicazione dei criteri e delle procedure di accertamento adottati.

La disciplina dei comitati prevede nuove disposizioni in tema di composizione, poteri e modalità di svolgimento dell'incarico; a tal proposito è stata elaborata una disciplina di carattere generale ampia e completa. Il comitato remunerazione deve prevedere una maggioranza di non esecutivi (e in particolare di indipendenti), mentre il comitato per il controllo interno deve avere almeno un componente con specifiche competenze in materia di controllo contabile.

Altre disposizioni importanti sono previste per la nomina degli amministratori: si ribadisce l'importanza della trasparenza e si specificano i principi da seguire nelle procedure di nomina, oltre a consigliare alle aziende di dotarsi di un comitato nomine (commento all'art. 6). Si specificano, inoltre, principi per la definizione della politica di remunerazione (e dell'eventuale comitato), dettagli maggiori sulla ripartizione di competenze tra collegio sindacale e comitato *audit* per quanto concerne il controllo interno, formulazioni di principi in tema di operazioni con parti correlate (adeguandosi al mutato quadro normativo disposto dalla legge n.262/2005) in cui si attribuisce al Consiglio il compito di adottare soluzioni idonee a risolvere eventuali conflitti di interesse.

Infine, le società che adottano il sistema monistico o quello dualistico sono invitate ad adottare i principi enunciati nel codice adattandoli al proprio sistema di amministrazione e controllo fornendo, altresì, una completa *disclosure* sugli adattamenti effettuati e sulle motivazioni degli stessi.

Emerge dunque dal nuovo codice una maggiore attenzione ai criteri applicativi per l'adozione di una buona *governance* societaria, ponendo, ancora una volta, lo sguardo sulle *best practice* provenienti dall'esperienza anglosassone. L'importanza degli amministratori indipendenti all'interno del Consiglio assume ancora più importanza e sono dettati principi più chiari in tema di valutazione dell'indipendenza, cercando di combattere la prevalenza della forma sulla sostanza¹¹⁶; a dimostrazione di ciò, i sindaci sono anch'essi coinvolti nel processo di valutazione precedentemente assegnato esclusivamente al Consiglio d'Amministrazione.

5. I meccanismi di governo in una prospettiva esterna ed interna

Il problema della separazione dei ruoli tra coloro che assumono le decisioni necessarie alla vita dell'impresa e i soci/azionisti che di fatto ne sono i proprietari è sempre stato il fulcro di tutta la letteratura riguardante la *corporate governance*.

Il *framework* tradizionale si concentra su una tipologia specifica di impresa, individuabile nella *corporation* americana, in cui la separazione tra proprietà e controllo genera il rapporto denominato di agenzia (è quella che viene definita una prospettiva "esterna" di *corporate governance*): il problema principale in tale impostazione è quello di trovare dei meccanismi in grado di rendere "efficiente" quest'assetto proprietario. Utilitarismo e "*shareholder supremacy*" sono i corollari teorici al modello, che implicano una divergenza di interessi tra principale ed agente, con quest'ultimo tentato dal non perseguire la massimizzazione della ricchezza azionaria, bensì la propria.

La prospettiva esterna (detta anche "di mercato") ha dunque come riferimento principale la relazione tra *manager*, azionisti e Consiglio di Amministrazione, alla ricerca dei meccanismi che garantiscano il funzionamento del mercato attraverso la tutela degli azionisti di minoranza.

Un approccio teorico differente (secondo una prospettiva definita "interna"), è quello basato sulle teorie manageriali, che introducono il paradigma dello "*stakeholder approach*",

¹¹⁶ Per cercare di evitare quello che secondo Guido Rossi i Codici sono portati ad incoraggiare, ovvero la coltivazione di "*vizi privati e pubbliche virtù*"; ROSSI G. (2003), *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano.

in sostituzione della “*shareholder supremacy*”; il concetto di “*value creation*” prende qui il posto della massimizzazione del valore azionario e l'utilitarismo viene superato dalla “*stewardship theory*”, che ipotizza un rapporto di collaborazione tra azionisti e *manager*, volto al raggiungimento di obiettivi comuni.

La prospettiva interna contempla quindi un ventaglio di compiti molto più ampio per il *board* (dalla funzione strategica al *servicing*, includendo ovviamente il fondamentale ruolo di controllo sull'attività aziendale), evidenziando il problema di dover valutare le *performance* dei Consigli di Amministrazione in merito ad un insieme di funzioni sicuramente più complesso ed articolato.

Nel prosieguo di questo paragrafo verrà dunque analizzata dapprima l'“*Agency Theory*”, punto di riferimento di tutte le teorie successive, per poi illustrare il contributo delle teorie manageriali nell'identificazione delle funzioni degli organi di governo, attraverso la “*stewardship theory*” e la “*resources based theory*”; infine verrà accennata anche una prospettiva di tipo “*contingency*”, volta a ridefinire l'attribuzione dei diritti-doveri di governo economico dell'impresa.

Preme qui segnalare come i contributi offerti dalla teoria economica e le relative applicazioni empiriche, che ci si accinge a mostrare, siano svariati ed estremamente interessanti e non sia possibile in questa sede presentarne una rappresentazione esaustiva; ciò che si vuole comunque evidenziare sono i punti essenziali di questi modelli di riferimento, che potranno essere utili quando nel capitolo 3 si cercherà di individuare quale di tali costrutti teorici sia meglio applicabile al contesto delle società a controllo pubblico.

5.1 L'Agency Theory e la supremazia dell'azionista

La *Teoria dell'Agenzia*¹¹⁷ si concentra sul conflitto di interesse che si viene a creare tra “il principale” (la proprietà) e “l'agente” (il *management*), attribuendo all'assetto di *governance* il compito di controllare l'operato del *management*, con l'obiettivo di evitare che comportamenti opportunistici si possano tradurre in *performance* ridotte e, di conseguenza, in una minore ricchezza per gli azionisti.

Il disallineamento di interessi tra azionisti e *manager* è evidenziato dal fatto che i primi mirano a massimizzare il valore dell'impresa ed i secondi a rinforzare la loro posizione

¹¹⁷ JENSEN M. C., MECKLING W. (1976), *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, pp. 305-360 – FAMA E. F., JENSEN M.C. (1983), *Agency Problems and Residual Claims*, in *Journal of law and Economics*, n. 26, pp. 327-349.

all'interno dell'azienda, garantendosi migliori retribuzioni e benefici personali. La presenza della maggior separazione tra proprietà e controllo è identificabile nelle grandi imprese quotate, dove l'esistenza di numerosi azionisti, non interessati o impossibilitati a svolgere la funzione imprenditoriale, lascia di fatto al *management* la possibilità di disporre pienamente delle risorse aziendali¹¹⁸.

L'interesse specifico degli investitori è infatti quello di vedere accrescere le proprie risorse, sia sotto forma di dividendo che come *capital gain* sul capitale apportato; per i *manager* invece non è detto che l'incremento del valore dell'impresa sia necessariamente un obiettivo, potendo risultare altri gli interessi da perseguire.

L'essenza del governo societario sta proprio nel “*liberare il controllo dalla proprietà*”, attraverso la composizione di due interessi contrapposti, “*l'interesse dell'imprenditore a esercitare il controllo dell'impresa senza interferenze*” e “*l'interesse degli investitori (creditori o azionisti) di garantirsi dal rischio di inefficiente gestione del finanziamento ricevuto da parte dell'imprenditore*”¹¹⁹.

Tale conflitto di interessi è determinato da una serie di fattori, sintetizzabili in¹²⁰:

- benefici personali non monetari in capo ai *manager*, dei quali gli azionisti non possono disporre;
- profili di avversione al rischio differenti tra *manager* ed azionisti, con questi ultimi che possono comunque diversificare il loro portafoglio per bilanciare correttamente il loro grado di rischio;
- prospettiva temporale differente, con i *manager* interessati ad operazioni di breve periodo, a fronte dell'orizzonte temporale più lungo degli azionisti.

La contrapposta posizione dei soggetti coinvolti fa nascere i cosiddetti “*costi di agenzia*”, ovvero “*i costi legati alla separazione tra proprietà e controllo all'interno dell'impresa*”¹²¹.

¹¹⁸ CORBETTA G., HUSE M., RAVASI D. (2004), *Crossroads of Entrepreneurship Research: An Introduction*, Springer US.

¹¹⁹ BARCA F. (1997), *Le politiche del governo societario*, in NINNI A., SILVA F. (a cura di), *La politica industriale: teorie ed esperienze*, Laterza, Roma-Bari, pag. 220.

¹²⁰ MATSUMURA E.M., SHIN J.Y. (2005), *Corporate Governance Reform and CEO Compensation: intended and unintended consequences*, in *Journal of Business Ethics*, n. 62, pp. 101-113.

¹²¹ CORE J., GUAY W. (2003), *Executive equity compensation and incentives: a survey*, in *Federal reserve Bank of New York Economic Policies Review*, n. 9, pp. 27-50.

I costi di agenzia sono dovuti principalmente alla razionalità limitata¹²² degli agenti economici e ai comportamenti di *moral hazard*¹²³ che si verificano quando i *manager*, a causa della presenza di “contratti imperfetti”, prendono decisioni non conformi agli obiettivi aziendali e agli interessi degli azionisti.

Il paradigma della divergenza di interessi comporta dunque la necessità per gli azionisti di controllare le scelte effettuate dai *manager*, che potrebbero non essere in linea con gli interessi propri e dell’impresa; nell’ipotesi appena descritta, caratterizzata da un’estrema polverizzazione dell’azionariato, nessuno degli investitori ha l’intenzione di sostenere singolarmente i costi legati all’attività di monitoraggio, per benefici a vantaggio di tutti¹²⁴. Tale circostanza implica la necessità per il *principal* di porre in essere meccanismi di controllo sull’operato del *management*, in grado di limitarne il potere; per non appesantire la trattazione, si rimanda al capitolo 2, par. 4, per la presentazione di alcuni di questi meccanismi di controllo.

La soluzione da alcuni ritenuta più efficace per ovviare al problema di agenzia tra *insider* ed *outsider* sarebbe quella di redigere una serie di contratti che definiscano i rapporti tra le parti coinvolte¹²⁵; la struttura di *corporate governance* ottimale sarebbe dunque quella che riesce a definire un set di contratti tale da minimizzare, nei limiti del possibile, i costi di agenzia.

Redigere però contratti espliciti in grado di disciplinare tutte le fattispecie possibili tra *stakeholder* è troppo oneroso e, anche quando possibile, questa strada si rivelerebbe comunque di difficile gestione pratica. Da qui la necessità di definire e mantenere dei contratti

¹²² SIMON H. (1957), *A Behaviourial Model of Rational Choice*, in *Model of Man, Social and Rational: Mathematical Assay on Rational Human Behaviour in a Social Setting*, Weley, New York.

¹²³ HOLMSTROM B. (1979), *Moral Hazard and Observability*, in *Bell Journal of Economics*, vol. 10, pp. 74-91.

¹²⁴ E’ questo il fenomeno noto come *free riding*. Il comportamento prende il nome da colui che sale sull’autobus senza comprare il biglietto. Il fenomeno si verifica quando i singoli individui sono tentati di nascondere le proprie preferenze, per evitare di pagare il prezzo di un bene, nella convinzione che altri si preoccuperanno di farlo.

¹²⁵ Alchian-Demsetz e Jensen-Meckling sono stati tra i primi a dare una rappresentazione dinamica dell’impresa, concepita come l’insieme di negoziazioni tra soggetti portatori di interessi diversi e a volte divergenti, e non più finalizzata al raggiungimento dell’obiettivo di massimizzazione della funzione produttiva. La visione contrattualistica dell’impresa pone nuove problematiche da risolvere in termini negoziali ed è con l’adozione di questa visione che prende piede il dibattito sul tema della corporate governance, ovvero sui meccanismi volti alla risoluzione dei problemi di governo di impresa al fine di garantire la massimizzazione del valore; ALCHIAN A., DEMSETZ H. (1972), *Production, information costs, and economic organizations*, in *American Economic Review*, 62, n. 5, pp. 777-795 – JENSEN M., MECKLING W. (1976), *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, 4, pp. 305-360.

cosiddetti “impliciti”¹²⁶, la cui applicazione dipenda da meccanismi di mercato basati sull’interesse delle parti a preservare la propria reputazione o la relazione instaurata con la controparte, piuttosto che dalla minaccia legale derivante da una loro inosservanza.

A titolo di esempio, si può evidenziare come maggiore è la competizione presente nel mercato del lavoro dei *manager*, e quindi la loro necessità a mantenere una reputazione di alto livello per garantirsi visibilità, maggiore sarà l’incentivo di questi a porre in essere comportamenti virtuosi nello svolgimento della propria attività lavorativa¹²⁷.

Le principali indicazioni operative derivanti da questa prospettiva di osservazione sono riassumibili in tre punti¹²⁸:

- *composizione del Consiglio di Amministrazione*: per un controllo efficace, questo deve essere composto prevalentemente da non *executive directors*. Senza il loro diretto coinvolgimento nella gestione dell’impresa aumenta l’indipendenza dell’organo collegiale, migliorandone l’oggettività di giudizio sull’operato del *management*;
- *leadership*: riveste importanza la separazione delle cariche di amministratore delegato (*Chief Executive Officer*) e presidente (*Chair of board*) del Consiglio di Amministrazione, dal momento che l’eccessiva concentrazione di potere nelle mani di un singolo individuo favorisce il manifestarsi di comportamenti opportunistici, lesivi degli interessi di minoranza (la *separated leadership structure* viene preferita alla *combined leadership structure*);
- *numerosità del Consiglio di Amministrazione*: viene favorito un numero congruo di membri del Consiglio, per evitare che l’amministratore delegato possa agevolmente influenzarne l’indipendenza e l’operato. Inoltre, a garanzia di un allineamento di

¹²⁶ BAKER A., GIBBONS R. MURPHY K.J. (1997), *Implicit contracts and the theory of the firm*, NBER Working Paper n. 6177.

¹²⁷ L’*Optimal Contracting Theory* (Ross) sostiene al riguardo che la remunerazione dei *manager*, decisa dal *Board*, deve essere formulata in modo tale da creare incentivi ai *manager* ad allineare i propri comportamenti a quelli che sono gli obiettivi fissati dall’azienda, in modo da ridurre il *gap* tra gli interessi degli stessi e quelli degli azionisti (è il caso dello strumento denominato “*Stock Options*”, che verrà presentato nel seguito della trattazione); secondo Jensen e Meckling questo sistema di incentivazione rappresenterebbe “una soluzione, o almeno una mitigazione, ai problemi di agenzia causati dalla separazione tra proprietà e controllo”. Secondo tale teoria, si evince come le “*Stock Options*” siano intese come lo strumento perfetto per rendere il contratto tra l’impresa e il *manager* ottimale, perseguendo inoltre uno spostamento del rischio dagli azionisti ai *manager*; ROSS S.A. (1973), *The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem*, in *American Economic Review*, n. 63 – EISENHARDT K.M. (1989), *Agency theory: an assessment and review*, in *Academy of Management*, n.14, pp.57-74 – WISEMAN R.M., GOMEZ-MEJIA L.R. (1998), *A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking*, in *The Academy of Management Review*, Vol. 23, n. 1, pp. 133-153.

¹²⁸ GUBITTA P., GIANECCHINI M. (2001), *Il leverage della governance nelle PMI – Modelli di governance come proxy della performance organizzativa*, AIDEA-GIOVANI, Bologna, 9 novembre.

interessi con la proprietà, viene consigliato che i membri del Consiglio di Amministrazione siano anche possessori di quote del capitale sociale.

Abbiamo visto come l'approccio esterno alla *corporate governance*, brevemente illustrato, abbia come riferimento principale la tutela degli investitori e, indirettamente, del mercato finanziario; tale paradigma, radicato negli studi di finanza e di *financial economics*, ha evidenziato nel corso del tempo diversi limiti, sia dal punto di vista teorico che empirico. Se infatti le semplificazioni e gli assunti di base delle teorie con approccio esterno sono una garanzia dell'efficacia degli studi nell'ambito in cui si applicano, di contro presentano il limite di non permetterne il trasferimento in contesti differenti.

Le indagini condotte sui meccanismi volti a limitare l'opportunismo manageriale hanno generalmente evidenziato come questi non siano in grado di contrastare efficacemente il fenomeno; uno dei contributi più rappresentativi al riguardo è quello di Mace del 1971, che apre la strada al filone di studi sul "*managerial hegemony*", dove viene negata la capacità del Consiglio di Amministrazione di essere realmente efficace nel controllare l'operato dei *manager*, sia nel momento della nomina e sostituzione degli amministratori, sia nella fase del controllo strategico¹²⁹.

Successivamente, quando verranno trattati i meccanismi di controllo si farà anche riferimento alle problematiche che questi incontrano nella loro applicazione, a causa del comportamento posto in essere dal *management* per la loro neutralizzazione (un esempio fra tutti è rappresentato da quattro strumenti per opporsi alle scalate ostili: le *poison pills*, i *golden parachutes*, le *greenmail* ed il ricorso al *cavaliere bianco*).

Quanto anche al profilo metodologico, l'approccio esterno ha evidenziato una grossa disomogeneità negli studi effettuati tra *board* e *performance*; il *board* è stato considerato come una *black box*, organo da non investigare se non dall'esterno, in termini di demografia e composizione¹³⁰. Anche sull'aspetto di maggior interesse per la nostra trattazione, ossia l'indipendenza e l'eliminazione del conflitto di interessi, gli studi di Johnson, Daily ed

¹²⁹ MACE M.L. (1971), *Directors: Myths and Reality*, in Harvard Business School Press, Boston.

¹³⁰ PUGLIESE A. (2006), *Determinants of Board Strategic Involvement in Small Firms: an Empirical Analysis of Norwegian Companies*, EURAM Conference may 2006, Norwegian School of Management, Oslo.

Ellstrand hanno riscontrato degli errori metodologici tali da portarli a dimostrare una mancata correlazione (positiva o negativa) tra indipendenza e *performance*¹³¹.

Da qui il formarsi di un approccio differente allo studio della *corporate governance*, basato sullo sviluppo di teorie manageriali, che hanno iniziato a vedere gli organi di governo non solo come controllori degli *executives* per conto degli azionisti, bensì come soggetti in possesso di una più ampia funzione, come verrà meglio rappresentato nei paragrafi successivi. Ciò che si evidenzia in questi studi è come l'approccio volto all'accrescimento del valore dell'impresa e del rendimento dei portatori di capitale non sia l'unico desiderabile, essendo altrettanto importante analizzare l'impresa, e quindi la sua struttura di governo, all'interno dell'ambiente in cui essa opera e con il quale si relaziona.

L'impresa infatti, essendo in continua interazione con l'ambiente esterno¹³², induce il *management* a tener conto, nel suo agire, non solo delle richieste degli azionisti (*shareholder*), ma anche degli interessi di una pluralità di forze individuabili negli *stakeholder*¹³³ (letteralmente coloro che “*tengono una posta in gioco*”).

Per poter garantire *performance* elevate e stabili nel lungo periodo, infatti, l'impresa deve riuscire a creare un set di diritti e doveri che, oltre a permetterle di trattenere le risorse necessarie alla propria sopravvivenza, incentivi anche gli *stakeholder* che forniscono tali risorse ad operare in maniera virtuosa verso la creazione di valore per l'impresa¹³⁴. La rottura

¹³¹ I due principali errori metodologici individuati dagli autori riguardano: la *proxy* utilizzata per definire l'indipendenza del Consiglio di Amministrazione dal *management*, ossia il rapporto tra amministratori esterni ed interni (*outsider ratio*), che non riesce a spiegare correttamente le attività degli amministratori indipendenti nel limitare il potere del *management*; e l'unità di analisi scelta, che ha riguardato principalmente l'indipendenza dei singoli amministratori anziché osservare il modo con il quale gli attori interagiscono; JOHNSON J.L., DAILY C.M., ELLSTRAND A.E. (1996), *Boards of Directors: a Review and Research Agenda*, in *Journal of Management*, 22, pp. 409-438. La tendenza che si sta affermando negli studi sulla *governance* e sul Consiglio di Amministrazione, in particolare, è quella al *micro-approach*, ossia all'osservazione diretta del comportamento dei membri del *board* anziché alla loro semplice composizione; per un approfondimento del tema si può vedere HUSE M., LANDSTROM H. (1997), *Preface: European Entrepreneurship and Small Business Research: methodological openness and contextual differences*, in *International Studies of Management and Organization*, Fall – SAMRA-FREDIRCKS D. (2000), *Doing "boardin action" research- an ethnographic approach for the capture and analysis of directors and senior managers interactive routines*, in *Corporate Governance an international review*, vol 8 n 3 – JOHNSON G., MELIN L., WHITTINGTONR. (2003), *Micro Strategy and Strategizing: Towards an activity based view*, in *Journal of Management Studies*, n. 1, 2003 – NORDQVIST M. (2005), *Understanding the Role of Ownership in Strategizing*, Doctoral Dissertation, Jibs series n. 29, Jonkoping International Business School.

¹³² Ferrero definisce l'ambiente in cui opera l'impresa come “*il sistema di condizioni e circostanze, di diritto e di fatto, qualunque sia la loro specie ed origine, nel cui ambito l'impresa stessa trova condizioni di vita, di sopravvivenza, di sviluppo*”; FERRERO G. (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, pp. 125-126.

¹³³ Per una storia particolareggiata del concetto di *stakeholder* si può vedere fra tutti Freeman, che fu il primo a presentare un lavoro sistematico, illustrando il modo di integrare nelle strategie generali d'impresa il contemperamento di soggetti interni ed esterni all'organizzazione, che offrono un contributo critico alla stessa; FREEMAN R.E. (1984), *Strategic management. A Stakeholder Approach*, Pitman, Marshfield Mass., pp. 31-41.

¹³⁴ La strutturazione di tale sistema di diritti e doveri, secondo l'Onida, è però ostacolata da due elementi: (i) la difficoltà di misurare il valore fornito all'impresa da ciascuno *stakeholder*. Mentre infatti può risultare

della relazione con alcuni *stakeholder* può infatti danneggiare l'impresa e, nei casi più gravi, provocarne persino il fallimento¹³⁵.

Secondo la “*stakeholder theory*”¹³⁶, divenuta un filone molto popolare nella ricerca internazionale¹³⁷, “*gli obiettivi dell'impresa si dovrebbero stabilire equilibrando le opposte attese dei vari soggetti interessati al comportamento ed ai risultati dell'impresa stessa, la quale, avendo delle responsabilità verso costoro, dovrebbe configurare i propri obiettivi in modo tale da dare a ciascuno un certo grado di soddisfazione*”¹³⁸. Viene qui osteggiato il principio prima dominante secondo il quale le imprese devono sacrificare gli interessi di tutti i soggetti ad esclusivo beneficio della semplice massimizzazione del valore azionario.

Se l'obiettivo è quello di massimizzare il valore dell'impresa, perciò, occorre individuare un sistema di garanzie ed incentivi indirizzato non solo a beneficio degli azionisti, in quanto ciò rischierebbe di disincentivare altri nel realizzare il livello ottimale di investimento¹³⁹ (che sia esso di natura finanziaria o fisica).

Lo *stakeholder approach* ha un immediato impatto sul sistema di *governance* dell'impresa, smussando la *shareholder supremacy* in favore di una considerazione plurale delle relazioni tra i diversi soggetti e gli organi di governo¹⁴⁰.

relativamente semplice misurare il valore fornito da un fattore produttivo generico, un contributo specifico è per suo natura difficilmente misurabile, o può comunque risultare eccessivamente onerosa la sua corretta misurazione; (ii) la possibilità che alcune persone adottino comportamenti egoistici e opportunistici, ovvero cerchino di sfruttare a loro vantaggio le situazioni che si creano. Sono diverse infatti le azioni che *manager* ed imprenditori possono mettere in atto per il perseguimento di scopi personali, che anziché creare valore per l'impresa migliorano solamente il loro status; ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, UTET, Torino.

¹³⁵ CLARKSON M.B.E. (1995), *A stakeholder framework for analysing and evaluating corporate social performance*, in *Academy of Management Review*, vol. 20, n. 1, pp. 92-117.

¹³⁶ Per una *review* completa della letteratura di riferimento si rimanda a IANNIELLO M., FEDELE P. (2008), *Teoria degli stakeholder: tra internazionalizzazione e tradizione aziendale*, AIDEA-GIOVANI, Palermo, 29-30 maggio.

¹³⁷ Anche se l'argomento ha assunto rilevanza e visibilità solo relativamente di recente, vale la pena sottolineare come non sia certo un tema nuovo negli studi italiani di tradizione aziendale. Diversi autori infatti, ben prima che ciò assumesse rilievo internazionale, hanno posto l'accento sull'importanza delle relazioni tra azienda e ambiente in cui essa opera; BESTA, F. (1922), *La ragioneria*, in *Biblioteca Storica di economia aziendale*, Cacucci Editore – ZAPPA, G. (1957), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, vol. III, Giuffrè, Milano – RIPARBELLI, A. (1962), *Correlazioni e interdipendenze fra organismi aziendali*, Cursi, Pisa – ONIDA, P. (1971) *Economia d'Azienda*, UTET, Torino – MASINI, C. (1979), *Lavoro e risparmio*, UTET, Torino.

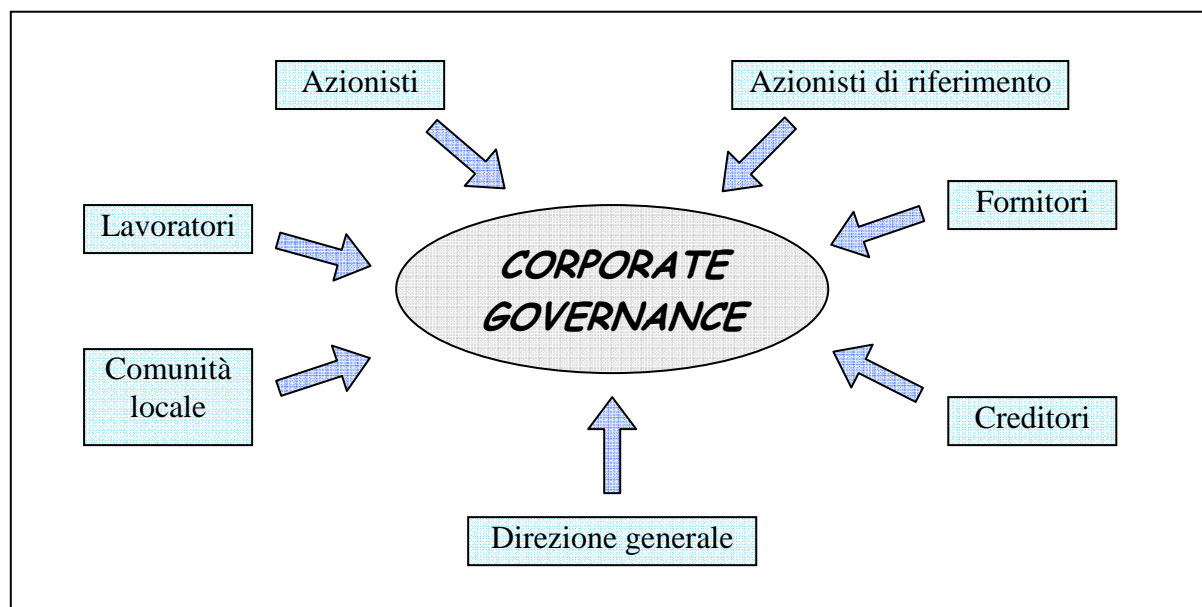
¹³⁸ TREQUATTRINI R. (1999), *Economia aziendale e nuovi modelli di corporate governance: esperienze a confronto*, *Studi di Ragioneria e di Economia Aziendali*, Giappichelli, Torino, pp. 12-17.

¹³⁹ Hansmann sostiene di contro che tentare di soddisfare più istanze possa essere controproducente per l'impresa. La sua tesi prevede che sia necessario individuare, all'interno della struttura, il gruppo di soggetti più bisognoso di tutele, il cui controllo produce minori distorsioni o il minore costo-opportunità rispetto agli altri. A tale gruppo andrebbe attribuito il controllo dell'impresa; HANSMANN H. (1996), *The Ownership of Enterprise*, Bellknap Press, Cambridge.

¹⁴⁰ DONALDSON D., PRESTON L.E. (1995), *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications*, in *The Academy of Management Review*, Vol. 20, n. 1, pp. 65-91.

La visione dell'impresa come un insieme di relazioni tra portatori di interessi eterogenei (*figura 3*), rivela la necessità di attuare un sistema tale da garantire a tutti i soggetti che interagiscono nell'ambito dell'impresa la possibilità di vedere efficacemente tutelati i propri interessi¹⁴¹.

Figura 3 – Le componenti della corporate governance



Fonte: SANGUINETTI A., COSTANZO P. (2003).

La *stakeholder view* non va comunque considerata necessariamente in contrasto con la *shareholder view*, bensì ne rappresenta la naturale evoluzione, affermando un approccio aziendale maggiormente consapevole, che pone in luce le relazioni di mutua dipendenza tra attese soddisfatte e successo duraturo dell'impresa. Anche attraverso una visione orientata agli *stakeholder*, infatti, la creazione di valore per i conferenti di capitale di rischio rimane tra le priorità dell'azienda; l'innovazione è la consapevolezza che la durevole capacità di creare valore è perseguibile esclusivamente se l'azienda opera nel pieno rispetto delle proprie responsabilità e di tutte le attese in essa confluenti.

¹⁴¹ NICITA A., SCOPPA V. (2005), *Economia dei contratti*, Carocci, Roma, pp. 303-310.

Anche all'approccio in questione sono state mosse critiche¹⁴² ed osservazioni¹⁴³, frutto dell'applicazione pratica dello stesso in diversi settori delle discipline aziendalistiche, ai cui scritti si rimanda per gli opportuni approfondimenti¹⁴⁴.

5.2 Il management come Steward dell'investitore

La Teoria della Stewardship¹⁴⁵ muove dal concetto di fondo che il problema dell'opportunismo manageriale non sia rilevante¹⁴⁶, essendo obiettivo del *manager* la massimizzazione della *performance* dell'impresa, grazie alla quale può soddisfare il suo bisogno di riconoscimento e di successo; la principale aspirazione del *manager* è “*to do a good job, to be a good steward of the corporate assets*”¹⁴⁷. I sostenitori di questa teoria, rigettando l'assunto dell'illimitata razionalità degli individui, propongono un nuovo costrutto per interpretare la relazione tra principale e agente, non necessariamente conflittuale come nella teoria dell'agenzia; essi valutano, infatti, la possibilità che il *management* agisca come *steward* dell'investitore, in quanto in possesso delle competenze professionali adeguate a svolgere tale compito, perseguendo nella gestione delle risorse aziendali l'obiettivo di fondo di creare valore azionario.

Sulla base della teoria in esame, vengono favoriti i meccanismi di *governance* che supportano e danno potere al *management*, i cui interessi risultano allineati con quelli del *principal*; non sono di conseguenza necessari quei meccanismi di monitoraggio e controllo del *management* stesso, che potrebbero incidere negativamente sull'atmosfera lavorativa nonché sull'efficienza

¹⁴² Ansoff criticò la teoria sostenendo che gli *stakeholder*, in realtà, non partecipano al processo di formazione degli obiettivi, ma rappresentano solo dei vincoli alla funzione teleologica individuata in modo autonomo dai dirigenti d'impresa; ANSOFF H.I. (1965), *Strategia aziendale*, ETAS, Milano, pag. 40 ss.

¹⁴³ Negli anni '70 si arrivò in alcuni casi ad affermare che l'importanza degli azionisti era destinata a diminuire nel futuro, a tutto vantaggio degli altri *stakeholder*; sul tema si possono vedere i contributi di PFEFFER J., SALANCIK G.R. (1978), *The External Control of Organizations, a Resource Dependence Perspective*, Harper and Row, New York – KING W., CLELAND D. (1978), *Strategic Planning and Policy*, Van Nostrand Reinhold Co., New York – HENNAN D., PERLMUTTER H. (1979), *Multinational Organizational Development*, Addison-Wesley, Reading.

¹⁴⁴ A titolo di esempio, sul concetto di *stakeholder* come “portatore di interesse”, ai fini dell'elaborazione del bilancio di esercizio, si possono consultare, tra gli altri, AMADUZZI A. (1957), *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, Editrice Viscontea, Milano – AMODEO D. (1970), *Il bilancio delle società per azioni come strumento di informazione*, in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 5 – CODA V. (1970), *L'informazione degli azionisti in una prospettiva ideale*, in Rivista dei dottori Commercialisti, n. 4 – ONIDA P. (1975) *Natura e limiti della politica di bilancio*, Vallardi, Milano – PROVASOLI A. (1974), *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano.

¹⁴⁵ DAVIS J. H., SCHOORMAN F. D., DONALDSON L. (1997), *Toward a Stewardship Theory of Management*, in Academy of Management Review, vol. 22, pp. 20-47.

¹⁴⁶ MUTH M.M., DONALDSON L. (1998), *Stewardship Theory and Board Structure: a Contingency Approach*, in Corporate Governance, vol. 6, n. 1, pp. 5-28.

¹⁴⁷ DONALDSON L., DAVIS J.H. (1991), *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*. in Australian Journal of Management, n. 16, pag. 51.

della società. In pratica le società possono essere governate da procedure informali basate sulla fiducia, sull'allineamento degli obiettivi e sulla convergenza dei valori¹⁴⁸.

Alla sfiducia classica della teoria dell'agenzia viene quindi contrapposto l'orientamento al rispetto dell'autorità e al comportamento etico, rivedendosi completamente il concetto di indipendenza e il conflitto di interessi degli amministratori. Infatti la *Stewardship Theory* considera i *manager* persone altruiste, fedeli, non inclini ad appropriarsi indebitamente delle risorse della società, in grado di agire in favore dell'organizzazione; ecco perché è a loro e non agli “*outside directors*”, la cui presenza all'interno dell'organizzazione non è ritenuta necessaria, a cui deve essere attribuito il compito di controllare la società¹⁴⁹.

Emerge dunque come la *Stewardship Theory*, le cui origini sono riconducibili alle discipline sociologiche e psicologiche, si contrapponga all'*Agency Theory* soprattutto per quanto attiene la questione dell'indipendenza del *board*; la *Stewardship Theory* ritiene infatti che i *manager*, contrariamente agli “*outside directors*”, siano ottimi “*steward*”, in grado di identificarsi con l'organizzazione, interessati a raggiungere *performance* elevate, nonché la massimizzazione dei profitti, capaci di agire per il beneficio degli *shareholder* e in possesso di una profonda conoscenza e *commitment* nei confronti della società, nonché di una elevata esperienza tecnica.

In questa prospettiva il CdA, a cui viene attribuito un ruolo essenzialmente strategico anziché di controllo¹⁵⁰, non deve essere messo in conflitto con il *management*, in possesso di funzioni esecutive, essendo i due organi portatori di interessi convergenti; entrambi infatti hanno il compito di contribuire al processo di creazione di valore per l'impresa, che si può tradurre nella maggior remunerazione del capitale per alcuni, nella continuità aziendale per altri o nell'equità sociale¹⁵¹ ed ambientale per altri ancora.

¹⁴⁸ KLEIN S.B., PIEPER T.M., JASKIEWICZ P. (2005), *Antecedents for agency and stewardship orientation in corporate governance – the role of culture*, Research proposal submitted for consideration for Family Enterprise Research Conference, Oregon, 21-22 May.

¹⁴⁹ A fare la differenza non è tanto l'estraneità degli amministratori al *management* quanto l'indipendenza degli amministratori stessi; solo gli amministratori indipendenti, infatti, possono agire nell'interesse della società, non già del *management*, e consentire una migliore *performance* della società stessa; LUAN C., TANG M. (2007), *Where is Independent Director Efficacy?*, in *Corporate Governance*, vol. 15, n. 4, pp. 636-643.

¹⁵⁰ HUNG H. (1998), *A Typology of the Theories of the Roles of Governing Boards*, in *Corporate Governance*, vol. 6, n. 2, pp. 101-111.

¹⁵¹ SACCONI L. (2004), *La responsabilità sociale come governance allargata dell'impresa*, in RUSCONI G., DORIGATTI M., *La responsabilità sociale di impresa*, Franco Angeli, Milano.

Come per la prospettiva precedente, anche qui è possibile individuare alcune indicazioni operative per quanto riguarda il CdA:

- *composizione del Consiglio di Amministrazione*: l'orientamento è per un coinvolgimento diretto degli *executive directors* nel CdA, ritenendo che questo possa aumentarne l'efficacia. La conoscenza diretta dei *business* di riferimento favorisce infatti scelte maggiormente adeguate al contesto, stimolando un orientamento verso un orizzonte temporale di periodo più esteso, visto l'interesse del *management* di perseguire *performance* durature;
- *leadership*: è la *combined leadership structure* che viene considerata la struttura migliore per gestire l'attività di impresa, ritenendo che la concentrazione del potere in mano ad un unico individuo possa farne aumentare l'impegno e la motivazione verso il raggiungimento degli obiettivi;
- *numerosità del CdA*: è la snellezza dell'organo, favorita da un numero ristretto di componenti, che permette a questo di funzionare in maniera efficiente, facilitando la comunicazione tra i membri, velocizzando il processo decisionale e aumentando la visibilità del contributo di ognuno all'attività aziendale;
- *durata del CdA*: è consigliata una durata media della carica più elevata (si ritiene che questo determini una maggiore fedeltà e devozione alla società). Viene inoltre suggerita una media d'età dei componenti bassa (si ritiene infatti che le abilità cognitive diminuiscano con l'età e che amministratori più giovani abbiano un'attitudine maggiore all'assunzione del rischio nonché una formazione culturale più recente);

Alcune delle principali differenze tra *Stewardship* e *Agency Theory* possono essere rappresentate nella *tabella 3*, dove i fattori discriminanti vengo suddivisi in *psychological* e *situational factors*¹⁵².

¹⁵² DAVIS J. H., SCHOORMAN F. D., DONALDSON L. (1997), *Toward a Stewardship Theory of Management*, in *Academy of Management Review*, vol. 22, pp. 20-47.

Tabella 3 – Un confronto tra *Agency* e *Stewardship Theory*

AGENCY THEORY	STEWARDSHIP THEORY
PSYCHOLOGICAL FACTORS	
MOTIVAZIONE	
Estrinseca (ricompense tangibili, con valore di mercato: es. assicurazioni mediche, piani di pensionamento, etc.)	Intrinseca (ricompense non quantificabili: es. opportunità di crescita, successo, senso di appartenenza, etc.)
IDENTIFICAZIONE	
Non esiste (i <i>manager</i> esternalizzano i problemi dell'organizzazione, evitano di accettare responsabilità e di prendere decisioni che possano risolvere i problemi. Non c'è <i>commitment</i> , in quanto privo di utilità di natura economica).	Esiste (i <i>manager</i> si definiscono come parti di un'organizzazione, accettano la <i>mission</i> e gli obiettivi dell'organizzazione stessa, attribuiscono il successo dell'organizzazione a se stessi. C'è <i>commitment</i>).
USO DEL POTERE	
Istituzionale (esempi di potere istituzionale sono il <i>coercive power</i> , il <i>legitimate power</i> e il <i>reward power</i> . Questo potere permette al <i>principal</i> di controllare l' <i>agent</i>).	Personale (esempi di potere personale sono l' <i>expert power</i> e il <i>referent power</i> . E' tipico delle organizzazioni nelle quali vi è identificazione del <i>manager</i> con la struttura organizzativa).
SITUATIONAL FACTORS	
FILOSOFIA MANAGERIALE	
Control-oriented (l'organizzazione e il controllo del lavoro sono separati dall'espletamento del lavoro e sono in capo a chi non lo svolge. L'applicazione di questa filosofia determina l'applicazione di maggiori controlli in situazioni di rischio e incertezza).	Involvement-oriented (l'organizzazione e il controllo del lavoro spettano a chi lo svolge. Le situazioni di incertezza e rischio sono affrontate attraverso un aumento della formazione, della responsabilizzazione e della fiducia nei confronti dei lavoratori).
CULTURA	
Individualista (si enfatizzano gli obiettivi personali rispetto a quelli del gruppo. Gli affari vengono condotti personalmente e si utilizza l'analisi costi-benefici per valutare lo scambio di affari. Esempio di Paesi con questa cultura: USA, Canada ed Europa dell'ovest).	Collettivista (si subordinano i propri personali obiettivi a quelli della collettività. Il successo è del gruppo, nel quale regna l'armonia e si evitano situazioni conflittuali. Esempio di Paesi con questa cultura: Asia, Sud America ed Europa del Sud).
POTERE	
Elevato power distance (si enfatizza l'ineguaglianza tra chi ha e chi non ha il potere. L'organizzazione è centralizzata, per cui ci sono grosse differenze nell'autorità, nei salari, nei privilegi tra chi è al vertice e chi è alla base dell'organizzazione).	Basso power distance (si minimizza l'ineguaglianza tra chi ha e chi non ha il potere. Viene favorita l'indipendenza di chi ha meno potere. L'organizzazione è decentralizzata, c'è più consultazione nell'attività di decision making) ¹⁵³ .

Fonte: Elaborazione propria su DAVIS J. H., SCHOORMAN F. D., DONALDSON L. (1997).

¹⁵³ Nella realtà, però, non sempre esiste corrispondenza tra individualismo/alto *power distance* (tipici dell'Agency Theory) e collettivismo/basso *power distance* (tipici della Stewardship Theory): si veda ad es. il caso degli USA, dove la cultura è individualista ma il *power distance* è basso e il caso del Giappone, la cui cultura è collettivista, ma il *power distance* elevato.

Per concludere, si può notare come la *Stewardship Theory* si sia sviluppata come uno strumento alternativo per definire le relazioni tra i soggetti aziendali, basandosi su premesse comportamentali differenti da quelle dell'*Agency Theory*. In tale impostazione i *manager*, adottando comportamenti “collettivi” in favore del successo dell’organizzazione, senza motivazioni puramente opportunistiche, soddisfano di riflesso anche gli interessi degli *stakeholder*, contribuendo alla crescita del benessere complessivo della società.

5.3 La Resource Dependency Theory e il fenomeno degli interlocking directors

La *Teoria della dipendenza dalle Risorse*¹⁵⁴ si fonda sull’assunto secondo cui le organizzazioni cercano di esercitare un controllo sull’ambiente esterno, allo scopo di garantirsi la disponibilità delle risorse necessarie alla propria continuità aziendale; attraverso un’attività di legittimazione esterna o *networking*, l’impresa riesce così a relazionarsi con i principali attori dell’*establishment* economico e politico¹⁵⁵.

In questa prospettiva di analisi viene meno la contrapposizione classica tra *executive* e *non executive directors*, assumendo rilievo piuttosto la presenza all’interno del Consiglio di Amministrazione dei cosiddetti *interlocking directors*¹⁵⁶, ovvero di consiglieri che ricoprono incarichi all’interno di più imprese¹⁵⁷; la nomina di “*outside directors*” ha dunque l’obiettivo non solo di espandere i confini della società, ma anche quello di creare legami con altre istituzioni, in modo da accrescere le risorse esterne utilizzabili dal *management* per aumentare la redditività¹⁵⁸.

La presenza di tali figure permette¹⁵⁹:

¹⁵⁴ PFEFFER J., SALANCIK G. (1978), *The External Control of Organizations, a Resource Dependence Perspective*, Harper and Row, New York.

¹⁵⁵ Dotarsi nel proprio Consiglio di Amministrazione di noti professionisti, che ricoprono ruoli accademici o politici, oltre che avvantaggiarsi delle competenze da questi apportate all’attività imprenditoriale, costituisce una sorta di garanzia per gli interlocutori dell’impresa, migliorando per questa le possibilità di accrescere la propria rete di relazioni.

¹⁵⁶ Il fenomeno è stato studiato già nei primi anni del ‘900, con il primo tentativo di regolamentazione nel 1914 negli Stati Uniti (Section 8 del *Clayton Act*). In Italia risulta ancora poco analizzato tale fenomeno, nonostante alcuni studi abbiano evidenziato una presenza alquanto diffusa dell’*interlocking* nelle società quotate in Borsa; BARBI V. (2000), *Interlocking Directorship Networks: What is Relevant for the Evolution and Change of the Networks?*, in Quaderni Università di Siena, n. 278.

¹⁵⁷ Mizruchi definisce il fenomeno di *interlocking* come la “*connessione tra due o più imprese mediante la condivisione di uno o più membri del Consiglio di Amministrazione*”; MIZRUCHI M. S. (1996), *What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates*, in *Annual Review of Sociology*, vol. 22, pp. 271-298.

¹⁵⁸ LUAN C., TANG M. (2007), *Where is Independent Director Efficacy?*, in *Corporate Governance*, Vol. 15, n. 4, pp. 636-643.

¹⁵⁹ PFEFFER J. (1972), *Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment*, in *Administrative Science Quarterly*, pp. 222-223 – SCHOORMAN F.D., BAZERMAN M.H.,

- di intrattenere rapporti con altre imprese e poter reperire informazioni circa il mercato ed i *competitors*;
- un accesso alle risorse privilegiato e a condizioni più vantaggiose;
- di contrastare eventuali minacce ed operazioni ostili;
- di influenzare l'attività di altre imprese;
- di suggellare accordi e alleanze non solo di tipo *equity*, ma anche di carattere sociale o politico¹⁶⁰.

In pratica, la teoria in esame ritiene che le organizzazioni possano esercitare il controllo sul loro ambiente cooptando le risorse necessarie per sopravvivere, attraverso la creazione di legami stabili con altre organizzazioni. Tali legami possono consistere sia nella nomina di “*outside directors*”, sia nel *board interlocks*, strumenti questi necessari per gestire eventuali imprevisti, per fornire assistenza e supporto alla società e per permettere di conseguenza elevate *performance* e profitti per gli *shareholder*.

Un ruolo essenziale del Consiglio di Amministrazione risulta dunque quello di garantire le risorse che non sono presenti all'interno dell'organizzazione e che devono essere reperite all'esterno; tale aspetto viene ritenuto determinante dalla *Resource Dependency Theory*, che enfatizza la necessità delle imprese di ottenere le risorse limitate come la base per poter costruire un vantaggio competitivo durevole nel tempo¹⁶¹.

Tale necessità pone peraltro un problema di organizzazione per le imprese, che consiste nel riuscire ad affrontare l'incertezza nell'acquisizione di tali risorse “critiche”¹⁶² e la dipendenza dall'ambiente esterno che il loro reperimento genera¹⁶³.

Bazerman e Schoorman nel 1983 hanno individuato quattro tipi di benefici organizzativi che maturano all'interno delle società attraverso la cosiddetta “*network connections*” tra *director*¹⁶⁴ (vedi figura 4):

ATKIN R.S. (1981), *Interlocking Directorates: A strategy for reducing environmental uncertainty*, in The Academy of Management Review, vol. 6, n. 2, pp. 243-251.

¹⁶⁰ GULATI R., WESTPHAL J.D. (1999), *Cooperative or Controlling? The effects of Ceo-Board relations and the content of Interlocks on the formation of Joint Ventures*, in Administrative Science Quarterly, vol. 44.

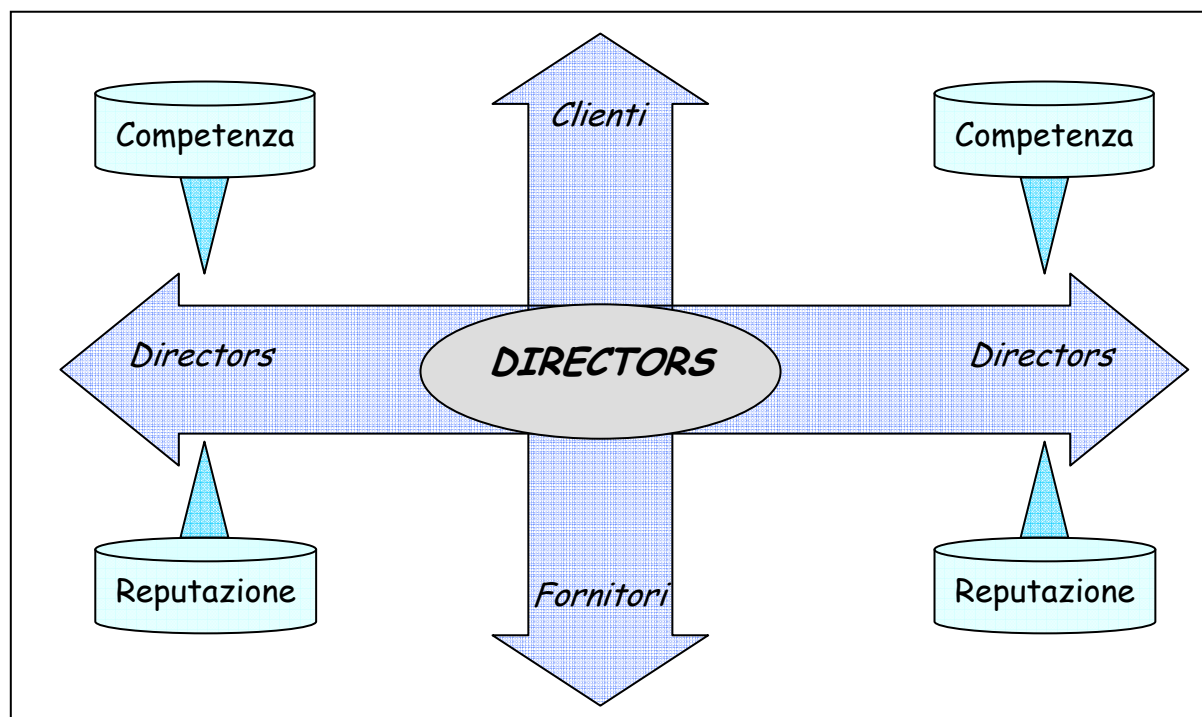
¹⁶¹ BARNEY J. (1991), *Firm resources and sustained competitive advantage*, in Journal of Management, vol. 7.

¹⁶² ALDRICH H. E. (1999), *Organizations evolving*, Sage, London – ULRICH D., BARNEY J. (1984), *Perspectives in Organizations: Resource Dependence, Efficiency, and Population*, in The Academy of Management Review, vol. 9, n. 3, pp. 471-481.

¹⁶³ DWYER F. R., SCHURR P. H., OH S. (1987), *Developing Buyer-Seller Relationships*, in Journal of Marketing, vol. 51, n. 2, pp.11-27 – GREWAL R., DHARWADKAR R. (2002), *The role of the institutional environment in marketing channels*, in Journal of Marketing, vol. 66, pp.82-97.

- *coordinamento orizzontale*: avviene tra *directors* e consiste nello scambio di informazioni su argomenti di competenza;
- *coordinamento verticale*: avviene tra *directors*, clienti e fornitori e permette alla società di ridurre il grado di incertezza sulla disponibilità di risorse e sul loro reperimento nell'ambiente;
- *competenza*: i *directors* con maggiori agganci all'esterno dell'impresa hanno la possibilità di accrescere il proprio bagaglio tecnico e migliorare la loro capacità di valutazione dei processi decisionali interni¹⁶⁵;
- *reputazione*: l'alto grado di relazioni che i *director* instaurano permette di aumentare il loro prestigio; riprendendo le parole degli autori infatti “*an organization's reputation can be affected by who serves on the board of directors and to whom the organization is seen as be linked*”.

Figura 4 – Benefici organizzativi del network connections



Fonte: Elaborazione propria su BAZERMAN M., SCHOORMAN F. (1983).

¹⁶⁴ BAZERMAN M., SCHOORMAN F. (1983), *A Limited Rationality Model of Interlocking Directorates*, in *Academy of Management Review*, vol. 8, n. 2, pp. 206-217.

¹⁶⁵ Secondo Hambrick e Finkelstein la qualità manageriale può essere in parte definita come “*the ability to perceive, create and enact discretion. Managerial excellence is a function of sheer awareness of options. We suspect that managerial performance is more a matter of generating options than of selecting them*”; HAMBRICK D. C., FINKELSTEIN S. (1987), *Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes*, in *Research in Organizational Behavior*, vol. 9, pp. 369-406.

In conclusione, si può evidenziare come, secondo la prospettiva della *Resource Dependency Theory*, un alto livello di “*network connections*” porti a una migliore cooptazione delle risorse necessarie per la società, che a sua volta conduce a una più alta *performance* per l’organizzazione.

* * *

Non è questa la sede per presentare gli studi di coloro che hanno applicato le teorie sopra descritte nell’intento di approfondire la relazione tra assetto di *governance* e *performance* aziendale¹⁶⁶, anche perché non è stato individuato un legame significativo e forte in tale relazione¹⁶⁷.

Può risultare comunque interessante presentare nella *figura 5* un confronto tra quelli che teoricamente vengono ritenuti dalle diverse prospettive di indagine gli elementi rilevanti, in grado di influenzare i risultati aziendali; quanto mostrato bene evidenzia come le tre teorie conducano a configurazioni radicalmente differenti.

Figura 5 – Ipotesi sulla relazione tra governance e performance nelle tre teorie

TEORIA DELL’AGENZIA	TEORIA DELLA STEWARDSHIP	TEORIA DELLA DIPENDENZA DALLE RISORSE
Le prestazioni dell’impresa aumentano se	Le prestazioni dell’impresa aumentano se	Le prestazioni dell’impresa aumentano se
Il ruolo di CEO è separato dal ruolo di Chair of BoD (two-tiers board)	Il ruolo di CEO è unito al ruolo di Chair of BoD (one-tier board)	I membri del CdA hanno un numero elevato di relazioni e legami con l’esterno
È elevato il numero di non executive directors	È elevato il numero di <i>executive directors</i>	I membri del CdA hanno un numero elevato di relazioni tra loro
È non esiguo il numero dei membri del CdA	È esiguo il numero dei membri del CdA	
L’età media dei directors è medio-alta	L’età media dei directors è medio-bassa	
La durata del mandato dei directors è medio-bassa	La durata del mandato dei directors è medio-alta	
<i>Ruolo di controllo del CdA</i>	<i>Ruolo strategico del CdA</i>	<i>Ruolo di collegamento del CdA</i>

Fonte: HUNG (1998), MUTH e DONALDSON (1998), COLES et al. (2001).

¹⁶⁶ Uno studio interessante da segnalare a parere di chi scrive è quello di Muth e Donaldson, che ha il pregio di mettere direttamente a confronto la capacità predittiva delle tre teorie rispetto alla *performance* (ROE, ROA, margine di profitto e valore economico) e alla crescita (incremento delle vendite) in un campione rappresentativo di 145 imprese australiane quotate all’ASE. Lo studio individua quattro configurazioni di *Board*, per ciascuna delle quali le tre teorie forniscono precise indicazioni riguardo l’impatto sulla performance. La teoria che risulta più efficace è quella della stewardship; MUTH M.M., DONALDSON L. (1998), *Stewardship Theory and Board Structure: a Contingency Approach*, in *Corporate Governance*, vol. 6, n. 1, pp. 5-28.

¹⁶⁷ Heracleous arriva a definire tale legame addirittura insignificante; HERACLEOUS L. (2001), *What is the Impact of Corporate Governance on Organisational Performance?*, in *Corporate Governance*, vol. 9, n. 3, pp. 165-173.

5.4 La prospettiva Contingency e gli apporti “critici”

In chiusura di paragrafo, dopo aver descritto le tre teorie più significative sul tema della *corporate governance*, si vuole illustrare sinteticamente un *framework* di analisi che ha recentemente trovato spazio nella letteratura¹⁶⁸, definibile come approccio di tipo “*contingency*”. Tale prospettiva muove dalla considerazione di fondo che non tutte le imprese hanno la necessità della stessa struttura di governo e che le caratteristiche di ciascuna, assieme ai condizionamenti dell’ambiente esterno, rappresentino altrettanti elementi utili per poter definire in maniera ottimale l’assetto di governo.

Non è corretto ipotizzare che esista un assetto di *governance* sempre valido ed efficace in un determinato paese o per una definita tipologia di aziende¹⁶⁹; le strutture degli organi di governo, i loro meccanismi di controllo e gli obiettivi da raggiungere devono essere invece considerati in un’ottica dinamica, in grado di integrare assetto proprietario, strategia e *governance* delle imprese¹⁷⁰.

I due approcci maggiormente utilizzati in letteratura nella definizione di soluzioni di tipo contingente per il governo delle imprese offrono un’interessante prospettiva di analisi. Il primo vede la “contingenza” come strumento per l’identificazione di un sistema equilibrato di ricompense per i diversi attori coinvolti¹⁷¹; il secondo, con un taglio di natura maggiormente organizzativa, circoscrive l’indagine alla definizione di funzioni e ruoli necessari agli organi di governo per la nomina ed il controllo del Consiglio di Amministrazione¹⁷².

L’utilizzo di un *framework* di tipo *contingency* non può essere comunque ritenuto soddisfacente per pensare ad un modello teorico efficace di governo dell’impresa; i limiti essenziali riguardano l’ampio numero di variabili considerate, che ne diminuisce il rigore di

¹⁶⁸ DAILY C., DALTON D., CANNELLA A. (2003), *Corporate Governance: decades of dialogue and data*, in *Academy of Management Review*, n. 28, pp. 371- 382, 2003.

¹⁶⁹ Huse afferma che “*there is no one best way for defining governance mechanisms, but they are not all equally good*”; HUSE M. (2006), *Boards, Governance and Value Creation. The Human Side of Corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge.

¹⁷⁰ Gli aspetti che condizionano l’impresa possono essere distinti in esterni ed interni. I primi vengono individuati nella cultura del Paese di riferimento, nell’intervento dello Stato nell’economia, nel contesto economico generale, nelle norme che disciplinano le relazioni economiche e nel settore di appartenenza dell’impresa. Le variabili interne possono essere invece identificate nella struttura proprietaria, nella dimensione, nel ciclo di vita, nella forma societaria, nelle relazioni tra gli attori, nella rilevanza degli *stakeholder*, nella presenza di strutture e relazioni informali tra gli attori, nella durata degli incarichi degli amministratori; PUGLIESE A. (2008), *Percorsi evolutivi della corporate governance*, CEDAM, Padova, pp. 112-132.

¹⁷¹ AOKI M. (1984), *The Co-operative Game Theory of the Firm*, Oxford University Press, New York.

¹⁷² LAWRENCE P., LORSCH J. (1967), *Organization and environment*, Harvard Business School Press, Boston.

analisi, e la difficile applicabilità pratica che, mancando un paradigma concreto e verificabile, rischia di lasciare ai vari attori la discrezionalità nel definire l'assetto di governo preferibile. L'aspetto però che in questa sede preme evidenziare è l'interessante argomento di discussione che questo tipo di approccio ha sollevato, ovvero la definizione di chi all'interno dell'impresa debba essere investito del potere di governo, con l'attribuzione dei relativi diritti-doveri. Nell'attribuzione del diritto di controllo ai soggetti che a vario titolo apportano un contributo all'economia dell'impresa, è interessante notare come, qualora si voglia massimizzare la probabilità che l'impresa persegua una vita economica duratura, sarebbe opportuno attribuire tali diritti di controllo¹⁷³ agli *stakeholder* che forniscono un contributo definito "critico"¹⁷⁴.

Un contributo può essere considerato "critico" quando la relazione tra impresa e *stakeholder* implica almeno una delle seguenti caratteristiche:

- la presenza di **problemi contrattuali** conseguenti al sostenimento di elevati investimenti specifici, all'attesa di lunga durata della relazione o alla bassa misurabilità della prestazione fornita. In presenza di queste peculiarità diventa difficile stimare il valore del contributo prestato e di conseguenza la remunerazione a questo spettante;
- l'**assunzione** di una parte dell'**incertezza** che grava sull'impresa. Gli *stakeholder* che decidono di farsi carico del rischio concernente la remunerazione del capitale investito, in questo caso, fungono da assicurazione contro il rischio nei confronti di tutti gli altri¹⁷⁵, permettendo a questi di determinare *ex ante* la loro remunerazione; assumendosi l'incertezza aziendale di una remunerazione, almeno in parte, residuale, svolgono il ruolo fondamentale di controllori di ultima istanza della *performance* aziendale¹⁷⁶;
- l'apporto di **risorse "scarse"**, cioè difficilmente reperibili sul mercato in tempi brevi, e **"importanti"**, con un forte impatto sull'efficienza e sull'efficacia della gestione

¹⁷³ La Teoria dei Diritti Proprietari afferma che l'allocatione ottimale della proprietà e del controllo, e quindi la configurazione degli organi di governo, dipende dalla "criticità" delle risorse che i soggetti apportano all'impresa; in questo senso la vera fonte del potere sugli *asset* aziendali non è necessariamente l'apporto di risorse finanziarie, ma potrebbe derivare dall'aver una business idea o dal presidio di un set di conoscenze. GROSSMAN S., HART O. (1986), *The costs and benefit of ownership: a theory of vertical and lateral integration*, in Journal of Political Economy, vol. 94, n. 4, pp. 691-719 – HART O., MOORE J. (1990), *Property rights and the nature of the firm*, in Journal of Political Economy, vol. 98, n. 6.

¹⁷⁴ ZATTONI A. (2005), *Chi dovrebbe governare un'impresa?*, in Economia & Management, 4, pp. 61-78.

¹⁷⁵ FAMA E., JENSEN M. (1983), *Separation of ownership and control*, in Journal of Law & Economics, 26, pp. 301-325.

¹⁷⁶ ALCHIAN A., DEMSETZ H. (1972), *Production, information costs, and economic organizations*, in American Economic Review, 62, n. 5, pp. 777-795.

aziendale. Gli *stakeholder* che forniscono contributi cruciali alla sopravvivenza delle imprese, ad es. la creatività imprenditoriale o le conoscenze tecnologiche specifiche, possono influenzare il risultato finale della gestione più di altri portatori di risorse generiche o facilmente reperibili e sostituibili dal mercato.

Il concetto di “criticità” di un determinato contributo può avere una connotazione differente a seconda del tipo di impresa che si esamina, e può variare anche all’interno della stessa impresa se si prendono in considerazione momenti differenti¹⁷⁷. L’evoluzione dell’impresa e dell’ambiente di riferimento può modificare la criticità di ciascun contributo: i problemi contrattuali possono essere superati, l’incertezza venire meno e la scarsità di un contributo affievolirsi.

Viene da sé dunque che i diritti di controllo assegnati ad un soggetto in un determinato momento potrebbero non essere più necessari, qualora la criticità del contributo di tale soggetto venisse meno.

Le normative in vigore nei paesi di cultura capitalistica hanno consolidato, pur con qualche eccezione, un modello di assetto istituzionale secondo il quale hanno diritto-dovere di nominare propri rappresentanti nell’organo massimo di governo economico dell’impresa solo i possessori di quote del capitale di rischio. Questa impostazione è in linea con le indicazioni proposte da coloro che ritengono che il contributo fornito dagli azionisti sia critico in quanto

¹⁷⁷ In proposito osserva lo Zattoni: “*Se, per esempio, in alcuni contesti aziendali può essere particolarmente importante risolvere i problemi legati all’incompletezza contrattuale, in altri può essere cruciale che qualcuno si faccia carico del rischio aziendale, e in altri ancora può risultare fondamentale assicurarsi contributi scarsamente diffusi. Per esempio, in una grande impresa integrata verticalmente che segue la filosofia della produzione di massa secondo il modello fordista assumono grande criticità il contributo dei conferenti di capitale di rischio (che assumono l’incertezza aziendale) e quello dei top manager (le cui decisioni incidono sul risultato finale); viceversa, in un’impresa che produce un prodotto complesso in stretta collaborazione con i fornitori e con il coinvolgimento attivo dei prestatori di lavoro di ogni livello, anche il contributo fornito da fornitori e dipendenti assume grande criticità perché implica investimenti specifici, attese di lunga durata, scarsa programmabilità, assunzione del rischio e una grande importanza ai fini della determinazione del risultato finale. [...] A causa del susseguirsi delle operazioni di gestione o del verificarsi di alcuni eventi ambientali, l’importanza delle variabili che determinano la criticità di un contributo può modificarsi profondamente: alcuni contributi possono diventare inutili o facilmente reperibili sul mercato, altri possono invece assurgere alla massima criticità. Si pensi al caso di un’impresa fortemente indebitata con pesanti oneri finanziari che incidono negativamente sul risultato reddituale: in queste circostanze l’assunzione di incertezza riveste un ruolo cruciale nel determinare il successo, o meglio la sopravvivenza, dell’impresa; nella stessa azienda, una volta che la situazione finanziaria sia stata risanata, il medesimo contributo assume minore importanza”*; cfr. ZATTONI A. (2005), *Chi dovrebbe governare un’impresa?*, in *Economia & Management*, 4, pag. 69.

essi ricevono il rendimento residuale e sopportano il rischio d'impresa¹⁷⁸ e perché possono essere facilmente espropriati da chi governa l'impresa¹⁷⁹.

Tale impostazione comporta notevoli vantaggi in merito alla semplicità di gestione pratica dell'assegnazione dei diritti di controllo proprietario ed al contenimento dei costi derivanti dall'esercizio dei relativi diritti (costi per il controllo dei *manager*, relativi al processo decisionale collettivo e all'assunzione del rischio).

Tuttavia, coloro che governano l'impresa hanno comunque la possibilità di mettere in atto meccanismi in grado di attribuire i diritti di controllo anche ad altri *stakeholder* diversi dagli azionisti, portatori dei contributi "critici" sopra definiti.

Una prima soluzione, proposta dallo Zattoni, consiste nell'affidarsi a una contrattazione implicita basata sul principio del contemperamento dei vari interessi che convergono nell'impresa, con un'equa suddivisione dei costi e dei benefici; la creazione di una reputazione di equità, con una cultura aziendale orientata alla cooperazione ed alla fiducia reciproca, spinge gli *stakeholder* a porre in essere comportamenti efficienti¹⁸⁰.

Un interessante esempio al riguardo è quello delle imprese giapponesi, dove i dipendenti si legano per tutta la loro vita lavorativa alla propria azienda, sviluppando competenze tali da connotare il loro contributo come "critico"; *manager* ed amministratori di queste imprese, riconoscendo l'elevata criticità di tali contributi, nelle decisioni importanti in merito a scelte strategiche per il futuro aziendale considerano prioritari gli interessi dei dipendenti¹⁸¹.

La seconda soluzione proposta è quella di formulare delle "strategie istituzionali" per contemperare gli interessi degli *stakeholder* che forniscono un contributo "critico"; tali strategie possono essere suddivise in cinque tipologie¹⁸²:

1. scegliere la forma giuridica ottimale, ovvero quella che facilita la creazione di un equilibrio efficiente tra i diritti e le responsabilità degli *stakeholder* che forniscono contributi "critici" a una specifica impresa;

¹⁷⁸ KNIGHT F.H. (1921), *Uncertainty and Profit*, London School of Economics, Londra – ALCHIAN A., DEMSETZ H. (1972), *Production, information costs, and economic organizations*, in *American Economic Review*, 62.

¹⁷⁹ JENSEN M., MECKLING W. (1976), *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, 4, pp. 305-360 – WILLIAMSON O.E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, The Free Press, New York.

¹⁸⁰ BLAIR M. (2003), "Shareholder value, corporate governance, and corporate performance. A post-Enron reassessment of the conventional wisdom", in CORNELIUS P.K., KOGUT B. (a cura di), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford University Press, pp. 53-82, Oxford.

¹⁸¹ AOKI M. (1988), *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press, Cambridge.

¹⁸² ZATTONI A. (2004), *Il governo economico delle imprese*, EGEEA, Milano.

2. assegnare a tali *stakeholder* quote rappresentative del capitale di rischio, così da coinvolgerli formalmente e sostanzialmente nelle decisioni di governo e nella partecipazione al rendimento residuale;
3. cooptare gli *stakeholder* all'interno di alcuni organi di governo, così da renderli partecipi delle decisioni di ordine massimo;
4. creare organi di governo supplementari, rappresentativi degli interessi di tali *stakeholder*, così che essi possano confrontarsi con gli organi di governo dell'impresa cui forniscono il proprio contributo;
5. fare partecipare tali *stakeholder* al rendimento residuale dell'impresa, così da attenuare il problema della corretta misurazione del contributo fornito.

In definitiva, anche se appare evidente la necessità che strutture e processi di governo di un'impresa vengano regolamentati dalla normativa, soprattutto per salvaguardare gli interessi dei soggetti che si trovano in posizione di minoranza e impedire l'appropriazione indebita di benefici a loro danno, è anche vero che la normativa deve evitare di disciplinare in maniera dettagliata ogni singolo istituto. Il legislatore dovrebbe occuparsi di creare quel sistema di regole volto ad incentivare i comportamenti virtuosi e a scoraggiare quelli opportunistici; ciò garantirebbe agli imprenditori la flessibilità necessaria per organizzare nella maniera più idonea strutture e processi di governo, adattandoli alle mutevoli necessità aziendali.

In questo paragrafo si è cercato di presentare, anche se in maniera sintetica, le principali teorie in tema di *corporate governance*, sui cui principi gli studiosi si sono basati per analizzare il funzionamento delle imprese e per verificare l'esistenza di relazioni tra i vari organi che operano al loro interno.

Come si è accennato nel testo, i risultati prodotti da questi studi non sono stati univoci e hanno condotto a delle soluzioni non sempre chiare e definite; il pregio però di tutti i contributi esaminati è quello di aver comunque saputo osservare le imprese sotto diversi angoli di indagine, evidenziando in alcuni casi elementi interessanti e utili per riuscire a comprendere meglio i processi di costruzione delle relazioni tra gli *stakeholder*.

Alla luce di quanto rappresentato in questo capitolo, nel prossimo sarà analizzata nello specifico la figura dell'amministratore indipendente, presentandone caratteristiche e limiti.