

Considerazioni introduttive

Nel Capitolo 1 è stato introdotto il concetto di *corporate governance* ed è stato evidenziato come questo tema abbia assunto negli anni un'importanza sempre maggiore, investendo vari aspetti della vita di ciascuna impresa.

Si è visto come gli assetti societari abbiano caratteristiche differenti a seconda dei modelli proprietari e delle culture economiche di riferimento, con un ruolo più o meno predominante dell'autodisciplina rispetto alla normativa cogente. Da qui anche le differenti teorie economiche e sociologiche che si sono sviluppate sul tema della *corporate governance*, incentrate a spiegare ed analizzare il problema classico della separazione tra proprietà e controllo.

In questo Capitolo, il focus di indagine si sposterà sul CdA e nello specifico sulla figura dell'amministratore indipendente, già introdotta in precedenza.

Partendo dal ruolo del Consiglio di Amministrazione all'interno della *corporate governance* (*par. 1*), verranno avanzate delle considerazioni in merito alla sua composizione e alla posizione ricoperta al suo interno dalle diverse categorie di amministratori.

Di conseguenza si approfondirà la figura dell'amministratore indipendente (*par. 2*), in riferimento alle sue funzioni e responsabilità all'interno delle società, con un'attenzione al concetto di indipendenza sia dal punto di vista normativo che di autodisciplina.

Successivamente si focalizzerà l'attenzione sul conflitto di interesse derivante dalla separazione tra proprietà e controllo (*par. 3*), analizzandone i risvolti e le peculiarità nei sistemi a proprietà diffusa (costi di agenzia) e concentrata (benefici privati del controllo).

In chiusura di capitolo, al fine di fornire una sintetica presentazione dei meccanismi e degli strumenti a tutela delle minoranze per attenuare il conflitto di interesse (*par. 4*), verranno presentati alcuni aspetti in riferimento ai compensi attribuiti al *management* per allinearne gli interessi con la proprietà e al ruolo degli amministratori indipendenti.

1. Il Consiglio di Amministrazione nella corporate governance

Il Consiglio di Amministrazione può essere definito come il massimo organo esecutivo della società: spetta ad esso, infatti, il compito di realizzare le decisioni prese dall'assemblea nel corso delle sue deliberazioni, lo svolgimento dell'attività di impresa, nonché la funzione di portare all'interno della stessa le istanze degli investitori (o secondo alcuni, degli *stakeholder*) e di monitorare il comportamento degli *executive*¹. Il Consiglio riveste, nell'ambito della *corporate governance*, un ruolo fondamentale, avendo la “responsabilità di approvare le strategie organizzative, di sviluppare una politica direzionale, di assumere, supervisionare e remunerare i senior manager, nonché di assicurare la responsabilità giuridica dell'organizzazione di fronte alle autorità”². Il Consiglio può essere, dunque, considerato come lo strumento con cui la proprietà partecipa alla gestione. Ciò è confermato anche dal legislatore che gli attribuisce, per volontà dell'assemblea degli azionisti, la gestione dell'impresa e il dovere di compiere tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale³.

Già ad inizio del secolo scorso la dottrina economica ha individuato nel Consiglio di Amministrazione il massimo organismo aziendale, con funzioni di governo, di indirizzo delle decisioni e di controllo, avendo il compito di verificare che la direzione esecutiva delle società compia le scelte ed attui le direttive individuate dalla proprietà⁴.

Proprio per sottolineare il collegamento tra struttura aziendale e *board* e la capacità di quest'ultimo di condizionare i comportamenti e i risultati in termini di performance, il CdA è stato frequentemente considerato come uno degli elementi dei “*top management teams*”⁵, per la sua influenza, di carattere sociale oltre che organizzativo, sulle strutture⁶.

Un altro filone di ricerca nel campo socio-economico, antecedente all'affermarsi dell'*Agency Theory* nello studio sulle tematiche di governo societario, ha riconosciuto al CdA funzioni

¹ TARTAGLIA POLCINI P. (2000), *L'area del controllo nei modelli di corporate governance. Principi e meccanismi*, CEDAM, Padova.

² www.borsaitaliana.it

³ Art 2380 *bis* del Codice Civile.

⁴ FAMA E., JENSEN M. (1983), *Separation of ownership and control*, in *Journal of Law & Economics*, 26, pp. 301-325.

⁵ FINKELSTEIN S., HAMBRICK D. (1996), *Strategic leadership: top executives and their effects on organizations*, West Publishing, Minneapolis.

⁶ HAMBRICK D., MASON A. (2005), *Institutional governance systems and variations in national competitive advantage: an integrative framework*, in *Academy of Management Journal*, Vol. 30, n. 4, pp. 823-842.

operative rilevanti all'interno delle organizzazioni⁷, attribuendogli anche la funzione di ridurre l'asimmetria informativa ed i costi da essa derivanti nei rapporti tra *principal* ed *agent*.

Come già evidenziato nel capitolo precedente, questa impostazione risulta accettabile solo nella visione della *shareholder theory*, dove l'esigenza principale è quella di massimizzare il valore per gli azionisti; tale concezione vede l'impresa come “*somma di attività*” o “*complesso di quote di capitale azionario*”⁸ ed appare distante dal concetto di azienda inteso, secondo la dottrina classica dell'economia aziendale, come quel complesso di persone e di beni organizzato per il soddisfacimento dei bisogni umani⁹.

Tale visione aperta dell'azienda è alla base dell'approccio analizzato sinteticamente nel paragrafo 5 del capitolo 1, denominato “*stakeholder approach*”, all'interno del quale è corretto, a parere di chi scrive, inserire il contributo del Consiglio di Amministrazione all'economia dell'impresa.

Secondo la prospettiva classica¹⁰, il CdA svolge la funzione di garante della corretta finalizzazione delle scelte aziendali, indirizzate verso l'obiettivo della massima soddisfazione di azionisti e *stakeholder* nel loro complesso¹¹.

La capacità del *board* di “*gestire le risorse, definire strategie coerenti rispetto all'ambiente esterno e alle capacità interne*”¹² è essenziale per permettere una tutela reale a tutti i soggetti

⁷ PFEFFER J. (1972), *Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment*, in *Administrative Science Quarterly*.

⁸ DI PIETRA R. (2005), *Governo aziendale e standard contabili internazionali*, CEDAM, Padova.

⁹ Sul concetto di azienda si sono espressi tutti i Maestri delle discipline aziendali; per un approfondimento sul tema si rimanda ad alcuni di essi, tra cui, ZAPPA G. (1957), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, tomo I e II, Giuffrè, Milano – GIANNESSE E. (1960), *Le aziende di produzione originaria*, vol. 1, Cursi, Pisa – AMADUZZI A. (1966), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*; UTET, Torino – FERRERO G. (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano – ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, UTET, Torino – FERRERO G. (1987), *Impresa e Management*, Giuffrè, Milano – CAVALIERI E., FERRARIS FRANCESCHI R. (2005), *Economia aziendale*, vol. I, Giappichelli, Torino.

¹⁰ DONALDSON L., DAVIS J.H. (1991), *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*, in *Australian Journal of Management*, n. 16, pp. 49-64 – WILLIAMSON O.E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, The Free Press, New York – MINTZBERG H. (1983), *Structure in Fives: Designing Effective Organizations*, Prentice-Hall, New Jersey – ZAHRA S., PEARCE J. (1989), *Boards of Directors and Corporate Financial Performance: a review and Integrative Model*, in *Journal of Management*, vol. 15, pp. 291-334.

¹¹ Si tralascia in questa analisi lo studio del CdA come fenomeno sociale. In merito, un interessante contributo di Nicholson e Kiel esamina il processo che porta alla trasformazione degli *input* (tipo di organizzazione, struttura legislativa e sociale, costituzione, storia della società, strategia) in *output* (organizzativi, collettivi ed individuali), evidenziando come per procedere alla trasformazione dei primi nei secondi sia necessaria una componente, il c.d. capitale intellettuale del CdA, a sua volta costituito da 4 fattori, il capitale umano (le conoscenze e competenze degli amministratori), il capitale sociale (l'effettivo *set* di risorse disponibili), il capitale strutturale (le procedure, le *policy*, i processi, i metodi sviluppati dal CdA) e il capitale culturale (grado di adattamento ai valori, alle norme e alle regole imposte dall'esterno alle società); NICHOLSON G.J., KIEL G.C. (2004), *A Framework for Diagnosing Board Effectiveness*, in *Corporate Governance*, vol. 12, n. 4.

¹² SICCA L. (1999), *La gestione strategica dell'impresa*, CEDAM, Padova.

coinvolti nell'economia dell'impresa; infatti il Consiglio di Amministrazione, inteso come il principale organo di governo aziendale, non costituisce esclusivamente un meccanismo di *governance* finalizzato alla minimizzazione dei costi di agenzia, bensì rappresenta un organo in grado di contribuire alla costruzione del successo di un'impresa attraverso l'adempimento efficace delle sue funzioni.

Il contributo del Consiglio di Amministrazione non può essere poi legato in maniera esclusiva alle performance economico-finanziarie dell'impresa, rischiando in questo caso di attribuire un'influenza eccessiva al comportamento del *board* nell'analisi dei risultati dell'impresa; di contro non sarebbe corretto neanche relegare il CdA ad un semplice ruolo conservativo, di protezione o distribuzione della ricchezza¹³, essendo “*the duty of boards of directors is not only to protect wealth, but to create it*”¹⁴, come evidenziato da alcuni autori.

1.1 Ruolo e funzioni

Mace, nel suo apprezzato lavoro del 1971, sintetizza in tre punti i ruoli attribuiti nella letteratura tradizionale al *board of directors*¹⁵:

- ***Costituire uno stimolo per il management***, attraverso quelle che Mace definisce “*discerning questions*”, ovvero domande che siano da incentivo per il *management* a riflettere sulle azioni da intraprendere, dovendo poi motivare le decisioni da sottoporre a ratifica del CdA;
- ***Nominare, licenziare e retribuire il management***, individuando le professionalità che posseggono le caratteristiche migliori e più adatte a ricoprire i ruoli direttivi all'interno delle posizioni manageriali (*hire*), e rimuovendo e/o sostituendo coloro che non abbiano raggiunto i risultati auspicati (*fire*). Anche la retribuzione dei *manager* (*compensate manager*) ed i relativi piani di incentivazione rappresentano un elemento importante nel ruolo attribuito al CdA;
- ***Partecipare al processo di definizione delle linee strategiche dell'impresa*** (*shape strategy*), non limitandosi esclusivamente al ruolo di ratifica delle proposte del *management*, ma contribuendo alle scelte strategiche ed operative poste in essere dall'impresa. Il coinvolgimento attivo del CdA nel processo decisionale strategico è

¹³ PUGLIESE A. (2008), *Percorsi evolutivi della corporate governance*, CEDAM, Padova.

¹⁴ L'espressione è ripresa da ZATTONI A. (2006), *Assetti proprietari e corporate governance*, EGEA, Milano, dove vengono citati Tricker (1984), Kesey e Wright (1993).

¹⁵ MACE M.L. (1971), *Directors: Myths and Reality*, in Harvard Business School Press, Boston.

solitamente considerato fondamentale per il raggiungimento di un solido vantaggio competitivo.

Risulta importante poter individuare in maniera corretta i compiti attribuiti al CdA all'interno della *governance* aziendale, necessari per poter orientare in maniera trasparente la scelta degli azionisti in merito alla sua composizione e ai meccanismi che ne regolano il funzionamento¹⁶.

Per quanto riguarda le società quotate italiane, il Codice di Autodisciplina redatto da Borsa Italiana individua quale responsabilità principale del Consiglio di Amministrazione quella di “*determinare e perseguire gli obiettivi strategici dell'emittente e del gruppo ad esso facente capo*”¹⁷.

Come si evince dal *box 1*, i compiti che vengono attribuiti al CdA da parte del Codice di Autodisciplina sono molto ampi e diversificati, andando da quelli di natura organizzativa e gestionale in senso tradizionale a quelli relativi alle scelte retributive e agli obblighi di informativa sullo svolgimento delle attività del Consiglio stesso.

Box 1 – Ruolo del Consiglio di Amministrazione secondo il Codice di Autodisciplina

Il Consiglio di Amministrazione:

- a) esamina e approva i piani strategici, industriali e finanziari dell'emittente e del gruppo di cui esso sia a capo, il sistema di governo societario dell'emittente stesso e la struttura del gruppo medesimo;
- b) valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile generale dell'emittente e delle controllate aventi rilevanza strategica predisposto dagli amministratori delegati, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e alla gestione dei conflitti di interesse; attribuisce e revoca le deleghe agli amministratori delegati ed al comitato esecutivo definendone i limiti e le modalità di esercizio;
- c) stabilisce altresì la periodicità, comunque non superiore al trimestre, con la quale gli organi delegati devono riferire al consiglio circa l'attività svolta nell'esercizio delle deleghe loro conferite;
- d) determina, esaminate le proposte dell'apposito comitato e sentito il collegio sindacale, la remunerazione degli amministratori delegati e degli altri amministratori che ricoprono particolari cariche, nonché, qualora non vi abbia già provveduto l'assemblea, la suddivisione del compenso globale spettante ai membri del consiglio;
- e) valuta il generale andamento della gestione, tenendo in considerazione, in particolare, le informazioni ricevute dagli organi delegati, nonché confrontando, periodicamente, i risultati conseguiti con quelli programmati;

¹⁶ Negli Stati Uniti ad esempio il *Business Roundtable* ha individuato funzioni ben precise per il *board*, ovvero:

- controllare il *top management* e il processo di selezione e successione;
- valutare la performance aziendale e l'allocazione delle risorse finanziarie;
- sovrintendere alle responsabilità sociali delle impresa;
- assicurare la conformità del comportamento dell'impresa alla legge.

¹⁷ CODICE DI AUTODISCIPLINA, Borsa Italiana, marzo 2006.

- f) esamina e approva preventivamente le operazioni dell'emittente e delle sue controllate, quando tali operazioni abbiano un significativo rilievo strategico, economico, patrimoniale o finanziario per l'emittente stesso, prestando particolare attenzione alle situazioni in cui uno o più amministratori siano portatori di un interesse per conto proprio o di terzi e, più in generale, alle operazioni con parti correlate; a tal fine stabilisce criteri generali per individuare le operazioni di significativo rilievo;
- g) effettua, almeno una volta all'anno, una valutazione sulla dimensione, sulla composizione e sul funzionamento del consiglio stesso e dei suoi comitati, eventualmente esprimendo orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna;
- h) fornisce informativa, nella relazione sul governo societario, sulle modalità di applicazione del presente art. 1 e, in particolare, sul numero delle riunioni del consiglio e del comitato esecutivo, ove presente, tenutesi nel corso dell'esercizio e sulla relativa percentuale di partecipazione di ciascun amministratore.

Fonte: CODICE DI AUTODISCIPLINA, Borsa Italiana, 2006.

In riferimento al punto a) del box 1, è opportuno notare come, nonostante il CdA non sia chiamato a formulare e realizzare direttamente la strategia d'impresa, debba comunque poter esercitare una significativa influenza sull'attività di gestione strategica; solo così infatti può svolgere in maniera efficace la sua funzione di controllo, senza limitarsi ad un contributo di semplice approvazione delle scelte strategiche proposte dal *management*¹⁸.

Ad ogni amministratore viene richiesta autonomia di giudizio, cosicché anche quando l'organo è soggetto ad un potere di influenza da parte di colui che esercita la propria attività di direzione e coordinamento, l'amministratore deve comunque operare nell'interesse della generalità degli azionisti.

Lo stesso Codice di Autodisciplina stabilisce che gli amministratori “*agiscono e deliberano con cognizione di causa ed in autonomia, perseguendo l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti*”¹⁹.

Questo principio è sancito anche dall'OCSE nei suoi principi di *corporate governance*, dove viene affermato che “*Board members should act on a fully informed basis, in good faith, with due diligence and care, and in the best interest of the company and the shareholders*”, e che il CdA, qualora le decisioni possano portare a delle diseguaglianze di trattamento verso gli azionisti “*should treat all shareholders fairly*”²⁰.

In merito a ciò, rispetto alla normativa precedente che imponeva agli amministratori un generico dovere di vigilanza, è ora previsto un dovere di agire in modo informato. Gli amministratori hanno infatti il potere e il dovere di chiedere agli organi delegati che in

¹⁸ MAZZOLA P. (2003), *Il piano industriale*, EGEA, Milano.

¹⁹ Codice di Autodisciplina (2006), Borsa Italiana, I.P.2.

²⁰ OECD (2004), *Principles of Corporate Governance*, Paris.

Consiglio siano fornite le informazioni relative alla gestione della società²¹. La loro consapevolezza deve formarsi per mezzo di tutte le informazioni ricevute dagli organi deputati al Sistema dei Controlli Interni (art. 2381 c.c.).

Un principio importante, collegato al ruolo fondamentale che viene attribuito dal Codice di Autodisciplina al CdA, è la necessità che gli amministratori dedichino tempo sufficiente allo svolgimento della loro carica, in modo da poter al meglio contribuire ai processi di crescita della società. All'art. 1.C.2. del Codice di Autodisciplina viene infatti auspicato che, nell'accettare la carica, gli amministratori valutino il tempo che possono dedicare con diligenza allo svolgimento dell'incarico conferitogli, anche tenendo conto del numero di incarichi ricoperti in altre società. Dai dati dell'associazione Assonime risulta come la media degli incarichi ricoperti presso altre società (che prescinde però dal "peso" di detti incarichi) da parte degli amministratori nel 2008 sia di 3,32 (uguale al 2007); il dato che impressiona è come vi sia una rilevante minoranza, pari all'8% del totale, che ricopre incarichi in almeno altre 10 società.

Analizzando invece tutti i possibili incarichi ricoperti solo in società quotate, si evidenzia come la grande maggioranza di amministratori, pari all'84,3%, detenga una sola carica; si riduce sensibilmente qui il numero di persone con più di 3 incarichi, pari a 78 individui (comprese qui anche le cariche di sindaco), corrispondente al 2,6% del totale delle posizioni ricoperte.

Tale necessità si evince anche dalla raccomandazione inserita alla lettera g) del box 1, dove viene auspicato che il CdA effettui periodicamente una valutazione su dimensione, composizione e funzionamento dell'organo stesso, al fine di migliorare l'efficacia e la produttività del suo operato²².

Nonostante il CdA svolga collegialmente i propri compiti, possono essere previste anche modalità organizzative che ne incrementino efficienza ed efficacia di funzionamento, come l'istituzione di appositi comitati con funzioni consultive e propositive; tali organi non si

²¹ A tal fine, un programma organizzato di orientamento potrebbe essere un grande aiuto per tutti i nuovi consiglieri; tale programma dovrebbe includere informazioni sul *management* e il consiglio, l'azienda e il suo settore, le priorità strategiche di consiglio e *management*, politiche di *corporate governance* già in atto, altre iniziative avviate e le risorse disponibili per ottenere tutte queste informazioni rilevanti; REITER J. B., ROSENBERG N. (2003), *Meeting the information needs of independent director*, in Ivey Business Journal, gennaio/febbraio.

²² Per un approfondimento sulle raccomandazioni per una corretta valutazione da parte dei CdA, si rimanda a NEDCOMMUNITY (2008), *Board evaluation: regole, principi, best practice*, settembre. Dai dati raccolti da SpencerStuart (2008), risulta come tale prassi sia in rapida e progressiva estensione, riguardando il 56% del campione di società analizzato (69% delle Blue Chip).

sostituiscono agli amministratori nell'adempimento delle funzioni loro proprie, bensì forniscono al Consiglio elementi e pareri utili per permettere una maggiore consapevolezza nelle scelte da adottare.

Anche per evitare l'insorgere di potenziali conflitti di interesse in riferimento a materie particolarmente delicate, viene solitamente raccomandata almeno l'istituzione di un Comitato per la Remunerazione degli amministratori, di un Comitato per il Controllo interno e di uno per le Nomine.

Il Comitato per il Controllo interno svolge fundamentalmente una funzione di vigilanza sulla gestione della società da parte degli amministratori, in modo da impedire il compimento di atti scorretti od opportunistici (nel 2008 l'86,3% delle società quotate presenta al proprio interno questo Comitato). Il Comitato per le Nomine valuta le caratteristiche personali e professionali degli amministratori e informa gli azionisti, in modo che questi ultimi possano fare una scelta consapevole (nel 2008 risulta costituito nel 11,7% delle società quotate); l'operato di questo comitato riduce anche i problemi di *adverse selection* nella scelta degli amministratori. Il Comitato per le Remunerazioni, infine, toglie ai consiglieri esecutivi la facoltà di determinare i propri compensi, riducendo così le possibilità che vengano indebitamente sottratte risorse alla società per essere corrisposte a titolo di retribuzione (nel 2008 risulta presente nel 80,4% delle società quotate, con un numero medio di 3,1 componenti).

Di seguito, nel *box 2*, viene fornita una descrizione sintetica dei tre comitati, indicandone funzioni e composizione.

Box 2 – Ruolo dei Comitati secondo il Codice di Autodisciplina

Comitato	Funzioni	Composizione
<p>per le Nomine (art. 6)</p>	<p>a) proporre al Consiglio di Amministrazione i candidati alla carica di amministratore nel caso previsto dall'art. 2386, primo comma, codice civile, qualora occorra sostituire un amministratore indipendente;</p> <p>b) indicare candidati alla carica di amministratore indipendente da sottoporre all'assemblea dell'emittente, tenendo conto di eventuali segnalazioni pervenute dagli azionisti;</p> <p>c) formulare pareri al Consiglio di Amministrazione in merito alla dimensione e alla composizione dello stesso nonché, eventualmente, in merito alle figure professionali la cui presenza all'interno del consiglio sia ritenuta opportuna.</p>	<p>Maggioranza di amm.ri indipendenti</p>

<p>per la Remunerazione degli amministratori (art. 7)</p>	<p>a) presentare al consiglio proposte per la remunerazione degli amministratori delegati e degli altri amministratori che ricoprono particolari cariche, monitorando l'applicazione delle decisioni adottate dal consiglio stesso;</p> <p>b) valutare periodicamente i criteri adottati per la remunerazione dei dirigenti con responsabilità strategiche, vigilare sulla loro applicazione sulla base delle informazioni fornite dagli amministratori delegati e formulare al Consiglio di Amministrazione raccomandazioni generali in materia.</p>	<p>Amm.ri non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti</p>
<p>per il Controllo interno (art. 8)²³</p>	<p>a) valutare, unitamente al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari ed ai revisori, il corretto utilizzo dei principi contabili e, nel caso di gruppi, la loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato;</p> <p>b) su richiesta dell'amministratore esecutivo all'uopo incaricato esprimere pareri su specifici aspetti inerenti alla identificazione dei principali rischi aziendali nonché alla progettazione, realizzazione e gestione del sistema di controllo interno;</p> <p>c) esaminare il piano di lavoro preparato dai preposti al controllo interno nonché le relazioni periodiche da essi predisposte;</p> <p>d) valutare le proposte formulate dalle società di revisione per ottenere l'affidamento del relativo incarico, nonché il piano di lavoro predisposto per la revisione e i risultati esposti nella relazione e nella eventuale lettera di suggerimenti;</p> <p>e) vigilare sull'efficacia del processo di revisione contabile;</p> <p>f) svolgere gli ulteriori compiti che gli vengono attribuiti dal Consiglio di Amministrazione;</p> <p>g) riferire al Consiglio, almeno semestralmente, in occasione dell'approvazione del bilancio e della relazione semestrale, sull'attività svolta nonché sull'adeguatezza del sistema di controllo interno.</p>	<p>Amm.ri non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti; se l'emittente è controllato da altra società quotata esclusivamente amm.ri indipendenti</p>

Fonte: Elaborazione propria su CODICE DI AUTODISCIPLINA, Borsa Italiana, 2006.

²³ Oltre alle funzioni evidenziate, il Comitato per il Controllo interno assiste il Cda nel:

- a) definire le linee di indirizzo del sistema di controllo interno, in modo che i principali rischi afferenti all'emittente e alle sue controllate risultino correttamente identificati, nonché adeguatamente misurati, gestiti e monitorati, determinando inoltre criteri di compatibilità di tali rischi con una sana e corretta gestione dell'impresa;
- b) individuare un amministratore esecutivo (di norma, uno degli amministratori delegati) incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo interno;
- c) valutare, con cadenza almeno annuale, l'adeguatezza, l'efficacia e l'effettivo funzionamento del sistema di controllo interno;
- d) descrivere, nella relazione sul governo societario, gli elementi essenziali del sistema di controllo interno, esprimendo la propria valutazione sull'adeguatezza complessiva dello stesso.

Resta fermo che la previsione dei Comitati qui rappresentati, nonché la possibile istituzione di altri, è solamente una raccomandazione formulata dal Codice di Autodisciplina, e non è dunque normativamente vincolante; in merito, però, si rimanda al concetto di “obbligo facoltativo”²⁴, già rappresentato in precedenza.

L’istituzione dei comitati interni al Consiglio di Amministrazione, composti in maggioranza di amministratori indipendenti, ha comunque la caratteristica importante di contribuire a ridurre i costi di agenzia ed in particolare quella componente rappresentata dai costi di controllo, derivanti dall’attività del *principal* volta a monitorare i comportamenti dell’*agent*.

La presenza dei comitati può essere poi collegata positivamente alla performance aziendale: facendo infatti riferimento alla crescente complessità dei compiti in seno al CdA, si rende necessaria la creazione di strutture organizzative sempre più articolate, in grado di rispondere in maniera adeguata alle esigenze maggiori²⁵.

Ritornando al ruolo del CdA, malgrado non sia qui possibile approfondire ulteriormente l’argomento, appare comunque utile, a parere di chi scrive, illustrare la prima tripartizione dei compiti del Consiglio di Amministrazione, operata da Zahra e Pearce nel 1989, che ha rappresentato un punto di riferimento importante negli studi sul CdA successivi²⁶, essendo stata in grado di identificare ruoli, competenze e ambito di attività.

Tale tripartizione prevede²⁷:

- una **funzione strategica**: consiste nell’indirizzare il processo decisionale e nel contribuire alla formulazione della strategia, a livello *corporate* o di singola area d’affari²⁸, che può concretizzarsi sia nella sola definizione dei fini e delle politiche di

²⁴ Cfr. nota 114 del capitolo 1.

²⁵ Klein, esaminando l’effetto derivante dall’esistenza dei comitati sulla performance, nota come quest’ultima sia positivamente correlata alla loro presenza ed a quella di consiglieri indipendenti al loro interno. Egli suggerisce che i legami tra composizione dei consigli e *performance* debbano essere visti anche con riferimento alla presenza di comitati ed agli incarichi che al loro interno sono ricoperti dagli amministratori indipendenti; KLEIN A. (1998), *Firm Performance and Board Committee Structure*, in *Journal of Law and Economics*, vol. 41, pp. 275-299.

²⁶ ZAHRA S., PEARCE J. (1989), *Boards of Directors and Corporate Financial Performance: a review and Integrative Model*, in *Journal of Management*, vol. 15.

²⁷ STILES P., TAYLOR B. (2001), *Boards at Work: How Directors View their Roles and Responsibilities*, Oxford University Press Inc., New York.

²⁸ In relazione al ruolo del CdA nel processo decisionale e strategico si può consultare, fra gli altri, GRANT R.M. (1994), *L’analisi strategica nella gestione aziendale. Concetti, tecniche, applicazioni*, Il Mulino, Bologna. I maggiori contributi sul ruolo strategico del *board* possono trovarsi in: ZAHRA S., PEARCE J. (1990), *Determinants of Board Directors’ Strategic Involvement*, in *European Management Journal*, n. 8, pp. 164-173 – BAYSINGER B., HOSKISSON R.E. (1990), *The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy*, in *Academy of Management Review*, n. 15, pp. 72-87 – JUDGE W., ZEITHAML C. P. (1992), *Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in the Strategic Decision Process*, in *Academy of Management Journal*, vol. 35 – GOLDEN B.R., ZAJAC E.J. (2001), *When Will Boards*

fondo che l'impresa deve perseguire, sia nel più diretto intervento nella conduzione dell'impresa;

- una **funzione di controllo**: ha l'obiettivo di tutelare gli interessi di azionisti o *stakeholder* (a seconda dell'impostazione teorica di riferimento), attribuendo al Consiglio la funzione classica di monitoraggio dell'attività dell'alta direzione volta a prevenire o sanzionare eventuali abusi²⁹;
- una **funzione di gestione delle relazioni con l'esterno**: consiste nell'instaurazione e nella gestione dei rapporti tra l'impresa e i soggetti esterni, che si realizza solitamente mediante la cooptazione all'interno del CdA di rappresentanti di istituti esterni, al fine di migliorare la possibilità per l'impresa di acquisire le informazioni e le risorse necessarie per il perseguimento dei propri obiettivi³⁰.

A seconda del prevalere di una funzione rispetto alle altre, il Consiglio di Amministrazione può assumere configurazioni differenti, raggruppabili in tre archetipi principali (*figura 1*).

Influence Strategy? Inclination x Power = Strategic Change, in *Strategic Management Journal*, vol. 22, pp. 1087-1111 – PETTIGREW A. (1992), *On Studying Managerial Elites*, in *Strategic Management Journal*, vol. 13, pp. 163-182 – MCNULTY T., PETTIGREW A. (1999), *Strategists on Board*, in *Organization Studies*, n. 20, pp. 47-74 – RINDOVA V. (1999), *What Corporate Boards Have To Do With Strategy: a Cognitive Perspective*, in *Journal of Management Studies*, vol. 36, pp. 953- 975.

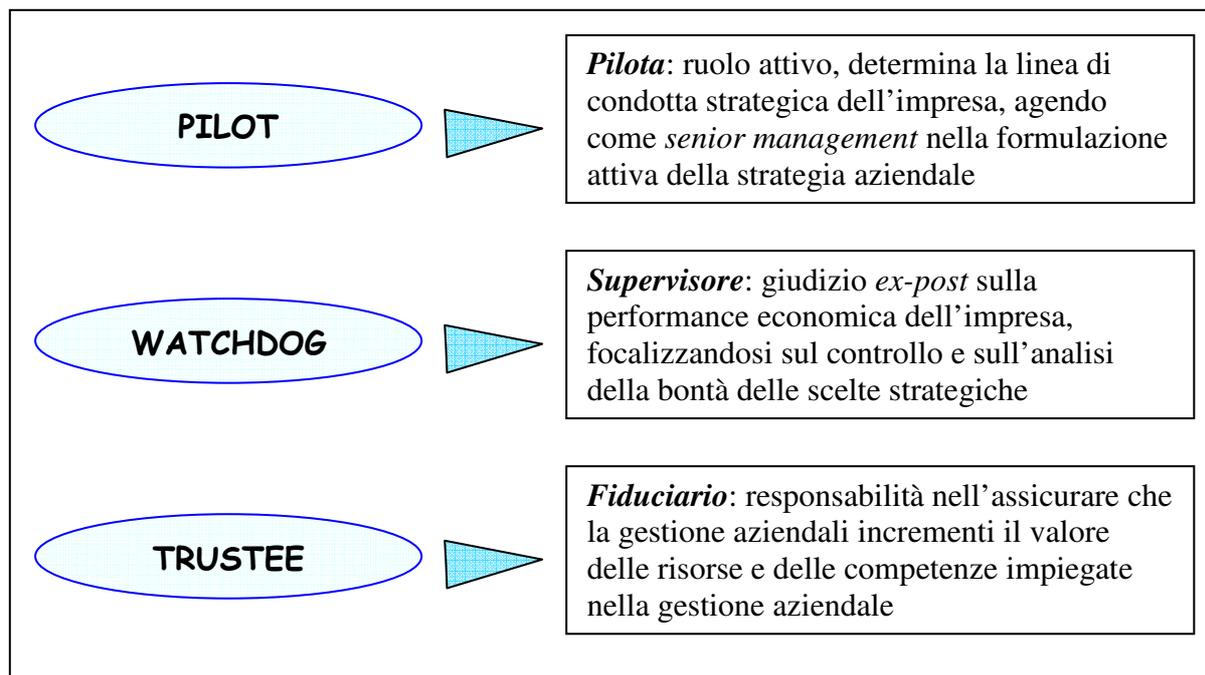
²⁹ La funzione di controllo del CdA, secondo lo Zattoni, può essere scomposta nelle seguenti attività:

- sovrintendere all'efficacia del *reporting* interno;
- valutare i principali risultati (redditudinali, sociali e competitivi) conseguiti dall'impresa;
- verificare la bontà delle decisioni prese dai principali dirigenti;
- determinare la loro remunerazione (non solo in senso monetario);
- assicurare il rispetto delle norme e delle regole vigenti.

ZATTONI A. (2006), *Assetti proprietari e corporate governance*, EGEA, Milano, pag. 256.

³⁰ Si rimanda al capitolo 1, dove al paragrafo 5.3 sono stati descritti i tratti essenziali della *Resource Dependency Theory* e del fenomeno degli *interlocking directors*.

Figura 1 – Archetipi di ruolo del Consiglio di Amministrazione



Fonte: ZATTONI A. (2006), *Assetti proprietari e corporate governance*, EGEA, Milano.

Non essendo questa la sede per esaminare le diverse funzioni e competenze in capo al CdA qui rappresentate, si rimanda alla vasta bibliografia di riferimento per i relativi approfondimenti.

Preme qui solo notare come il riconoscimento di una molteplicità di funzioni in capo al CdA sia un elemento importante negli studi di *governance*, in quanto indirizza la composizione del *board* secondo le aspettative e le necessità della struttura aziendale. Tale aspetto rileva anche nella valutazione dell'operato del CdA, potendo individuare in maniera più efficace quale sia il reale contributo dell'organo collegiale alla redditività e alla capacità di sviluppo dell'impresa³¹.

³¹ Un recente contributo in materia di *board evaluation* ha legato la diversa modalità di valutazione del CdA in funzione del ruolo a questo attribuito; MINICHILLI A., GABRIELSSON J., HUSE M. (2007), *Board Evaluations: making a fit between the purpose and the system*, in *Corporate Governance an International review*, Vol. 15, n. 4.

1.2 Composizione: amministratori esecutivi, non esecutivi ed indipendenti

L'attuale disciplina degli amministratori, a seguito dell'evoluzione della normativa in tema di diritto societario, non è più descrivibile come un insieme di regole uniformi; è possibile al riguardo individuare per lo meno tre categorie di Amministratori³²:

- Amministratori esecutivi;
- Amministratori non esecutivi non indipendenti;
- Amministratori non esecutivi indipendenti³³.

Gli amministratori esecutivi, che nella realtà italiana rappresentano una parte minoritaria del Consiglio di Amministrazione, sono quelli che, oltre ad essere presenti nel CdA, ricoprono anche incarichi direttivi o manageriali; vengono considerati amministratori esecutivi, ad esempio, gli amministratori delegati dell'emittente o di una società controllata avente rilevanza strategica, coloro che ricoprono cariche direttive o che fanno parte del comitato esecutivo dell'emittente. A tale categoria spetta quella che viene comunemente identificata come la "funzione gestoria": possono essere dunque anche soci o avere legami di altro genere con l'impresa, come ad esempio di parentela con coloro che detengono il controllo.

Di contro, gli amministratori non esecutivi sono quelli che non detengono funzioni direttive all'interno della società, potendo però essere anche soci o intrattenere rapporti di altra natura con la proprietà; la loro funzione è, in particolare, quella di portare all'interno della società competenze tecniche e professionali maturate all'esterno, in grado di arricchire le discussioni consiliari e contribuire a raggiungere decisioni meditate e consapevoli. A questi spetta

³² La suddivisione nelle tre categorie attiene ai requisiti personali in capo agli amministratori; in altre suddivisioni può essere fatto riferimento anche ad altre tipologie di amministratori, come l'amministratore di minoranza previsto dal d.lgs. 303/2006 e quello previsto dall'art. 2449 e ss. del Codice Civile per le società pubbliche.

³³ Baysinger e Butler, nel confrontare la *performance* dell'impresa con la composizione del *board*, hanno strutturato un sistema di classificazione a tre fasce: gli *insider*, che sono o sono stati funzionari della società o membri della famiglia; gli *outsider*, che non hanno alcun tipo di legame con la società eccetto che per la loro carica di amministratori; gli appartenenti alla "*grey area*", ovvero coloro che non sono dipendenti della società ma che sono associati in qualche modo ad essa (ad esempio bancari che hanno fatto prestiti alla società, avvocati e consulenti che hanno fornito servizi alla società, *interlocking directors*, etc.); BAYSINGER B., BUTLER H. (1985), *Corporate Governance and the Board of Governors: Performance Effects of Changes in Board Composition*, in *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 1, pp. 101-124. Utilizzando tale classificazione Clifford ed Evans hanno dimostrato che più di un terzo dei "*non executive director*" di 100 società australiane quotate sull'ASE (*Australian Stock Exchange*) nel 1993 rientrano nella "*grey area*", hanno cioè un rapporto con la società che potrebbe influire sulla loro indipendenza; lo studio evidenzia come la combinazione di amministratori *insider* ed appartenenti alla "*grey area*" costituirebbe la maggioranza dei *board*, cosicché anche se in apparenza dette società rispettano le "*Australian recommendations*", con la maggioranza di *non executive director* all'interno dei *board*, in realtà sono controllate dal *management*; CLIFFORD P., EVANS R. (1997), *Non-Executive Directors: A Question of Independence*, in *Corporate Governance*, vol. 5, n. 4, pp. 224-231.

l'esercizio della c.d. "funzione di monitoraggio"³⁴; il loro contributo è particolarmente significativo in quelle materie dove gli interessi di azionisti e amministratori esecutivi sono divergenti, come i piani di remunerazione ed i sistemi di controllo interno.

Nel contesto italiano, la figura dell'amministratore non esecutivo è ricoperta nella maggior parte dei casi da *manager*, seguiti da Professionisti e Professori universitari.

La *tabella 1* mostra tale suddivisione nelle società quotate italiane, per l'esercizio 2007.

Tabella 1 – Background professionale Consiglieri non esecutivi

	BlueChip	STAR	Standard	Totale
Professori universitari	14%	12%	7%	13%
• Giuristi	30%	13%	29%	25%
• Economisti	59%	55%	43%	56%
• Tecnici	11%	32%	28%	19%
Manager	63%	67%	70%	65%
• Presidenti/Vice Presidenti/Amm.ri Delegati/Direttori Generali/Business Unit Manager/Imprenditori	86%	84%	81%	85%
• CFO e Background Finanziario	6%	6%	8%	6%
• Altri ruoli	8%	10%	11%	9%
Professionisti	20%	19%	21%	20%
• Avvocati	46%	37%	53%	45%
• Commercialisti	53%	55%	47%	52%
• Tecnici (Ingegneri, Architetti, etc.)	1%	8%	-	3%
Altro	3%	2%	2%	2%

Fonte: SPENCERSTUART (2008), SpencerStuart Board Index.

Gli amministratori non esecutivi, quando posseggono dei requisiti ulteriori, possono ricevere la qualifica di "indipendenti"³⁵.

In alcuni casi, ruolo e funzioni dell'amministratore indipendente possono essere facilmente confuse con quelle dell'amministratore non esecutivo, ma vi è comunque una netta distinzione tra le due figure.

³⁴ La funzione di monitoraggio del CdA è particolarmente significativa nelle realtà anglosassoni e statunitense nello specifico, dove i Consigli sono formati per la maggior parte da amministratori in possesso di requisiti di indipendenza, che li collocano in una posizione di maggiore imparzialità verso le scelte operate dal *management*. Nella realtà italiana, come si evincerà anche nel prosieguo della trattazione, la presenza degli amministratori indipendenti è più limitata, ed è comunque espressione dell'azionista di riferimento, il che comporta una ovvia limitazione nell'autonomia di giudizio. La presenza del Collegio Sindacale ha anche la funzione di contemperare a tale deficit organizzativo e culturale.

³⁵ Riguardo alla figura dell'amministratore indipendente e ai requisiti per essere definito tale si rimanda al prossimo paragrafo.

E' vero che l'indipendente deve essere necessariamente un non esecutivo, ma non è vero il contrario, in quanto la non esecutività di un amministratore non è di per sé una condizione sufficiente a qualificarlo anche come amministratore indipendente³⁶.

Tale confusione deriva anche da una precedente impostazione nella letteratura anglosassone di *corporate governance*, dove i termini "indipendente", "*outsider*", "esterno" e "non *executive*" sono sempre stati utilizzati fondamentalmente come sinonimi, sotto l'ipotesi implicita che la natura di *outsider/non executive* sia il requisito base dell'indipendenza.

Solo di recente la sovrapposizione in oggetto si è andata attenuando sia per il delinarsi in modo sempre più autonomo del concetto di indipendenza come requisito a sé, sia per l'enfasi verso gli amministratori "realmente" indipendenti, a causa della concreta difficoltà ad esserlo. Anche i nuovi codici di autodisciplina sono ricorsi maggiormente al concetto di Consiglieri indipendenti, contro quello di Consiglieri non *executive* del passato (su tutti il Codice Cadbury). Si è proceduto, quindi, anche a formalizzazioni più rigorose del carattere dell'indipendenza, definendo requisiti personali e professionali che possano garantire l'indipendenza con un grado di dettaglio superiore rispetto al passato.

Una confusione ricorrente tra le due categorie di amministratori può riguardare la possibilità da parte di questi di essere anche soci. In effetti gli amministratori indipendenti potrebbero anche essere proprietari di azioni della società, senza vedere diminuire il loro grado di indipendenza, finché ovviamente l'entità di azioni in loro possesso non sia tale da condizionare in maniera rilevante il loro operato.

Quindi, mentre un amministratore può essere considerato non esecutivo a prescindere dall'entità della partecipazione azionaria di sua proprietà, per essere considerato anche indipendente, è vincolato dalla grandezza della stessa. In sostanza l'indipendenza è un elemento oggettivo, che non può discendere da apprezzamenti discrezionali. La qualificazione di un amministratore come indipendente rispecchia semplicemente una situazione di fatto, vale a dire la circostanza che questi possieda i requisiti necessari a farlo qualificare in tal modo.

L'indipendenza poi, riferita agli amministratori, non è di per sé sinonimo di autonomia di giudizio. Infatti, tutti gli amministratori (esecutivi, non esecutivi e indipendenti) sono

³⁶ Per una distinzione tra le due categorie di amministratori si rimanda a LENER R. (2003), *Gli amministratori indipendenti*, in SCOGNAMIGLIO G., *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Giuffrè Editore, Milano.

investiti dall'assemblea di ampi poteri, ma sono anche titolari di poteri propri che possono esercitare in piena autonomia rispetto alla stessa assemblea.

Per autonomia in sostanza si deve intendere la capacità di autodeterminazione che deve possedere chiunque rivesta la carica di amministratore. E' abbastanza chiaro che i requisiti di indipendenza vanno a rafforzare l'autonomia con cui agisce un amministratore, ma questo non deve comunque portare ad una confusione tra i due aspetti.

Le due tabelle che seguono mostrano la composizione dei CdA delle società quotate in Italia, distinguendo tra le tre categorie di amministratori ora descritte. La prima (*tabella 2*) presenta un quadro complessivo di tutte le società quotate a Piazza Affari; da essa si può notare come il "peso" degli amministratori con incarichi direttivi o manageriali sia pari a circa un terzo del CdA.

Tabella 2 – Composizione CdA delle società quotate alla Borsa di Milano

	2008	2007	2006
Amministratori esecutivi	33,1%	32,2%	28,3%
Amministratori non esecutivi	66,9%	67,8%	71,7%
Amministratori indipendenti	36,3%	38,7%	40,4%

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

Il dato più interessante è quello evidenziato nella tabella successiva (*tabella 3*), riferita alle società appartenenti all'indice S&P/MIB, che raggruppa le società generalmente a più elevata capitalizzazione e dimensione; qui il numero dei amministratori non esecutivi raggiunge addirittura il 79%, a dimostrazione di come nelle grandi realtà societarie i Consigli di Amministrazione siano formati per lo più da soli amministratori non esecutivi (43,7% il dato sugli indipendenti)³⁷.

³⁷ E' opportuno qui evidenziare come, sebbene sia auspicabile la presenza di amministratori indipendenti all'interno dei CdA delle società, siano esse quotate o meno, è importante che vi sia un certo equilibrio tra questi e gli amministratori esecutivi, che hanno il compito importante di congiunzione tra *management* e *board*. Al riguardo, appare inevitabile l'ironia di un noto autore: "Una buona governance è necessaria, ma come dice Talleyrand "surtout, pas trop de zèle"; ONADO M. (2006), *I consiglieri indipendenti ? Sì, ma no proprio tutti*, in *Il Sole 24 ore*, 5 novembre.

Tabella 3 – Composizione CdA delle società quotate dello S&P/MIB

	2008	2007	2006
Amministratori esecutivi	21%	19,1%	14,0%
Amministratori non esecutivi	79%	80,9%	86,0%
Amministratori indipendenti	43,7%	51,5%	53,4%

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

In chiusura di paragrafo, è utile notare come un grande peso nel determinare la composizione del Consiglio di Amministrazione dipenda anche dal tipo di struttura proprietaria della società. Nelle *public company*, ad esempio, gli amministratori sono spesso *manager* puri, mentre nelle società a base azionaria ristretta sono i rappresentanti degli azionisti di riferimento o essi stessi.

L'impresa a controllo familiare infatti vede i membri della famiglia all'interno del CdA, mentre, quella a controllo assoluto l'imprenditore e le persone di sua stretta fiducia.

L'efficacia della proprietà nel garantire il controllo determina anche la capacità di monitorare l'operato degli amministratori nei casi in cui non siano gli stessi azionisti che detengono il controllo a ricoprire tale incarico. Si può dunque affermare che anche la struttura proprietaria di un'impresa, al pari di altri elementi, può influire sulla composizione del suo organo di governo.

1.3 Quale composizione migliore per il Consiglio di Amministrazione?

Diversi studi hanno tentato di definire quali debbano essere le caratteristiche che deve possedere il miglior Consiglio di Amministrazione, in termini di composizione e regole di funzionamento.

Gli studi italiani al riguardo risultano quasi del tutto privi di analisi su ruolo e composizione del CdA, nonostante sia ampiamente riconosciuto il ruolo nevralgico del Consiglio di Amministrazione nelle decisioni strategiche di un'impresa, dovendo ratificare le più importanti scelte del *top management* e monitorarne l'operato³⁸.

Nella letteratura anglosassone, di contro, si è assistito ad un moltiplicarsi di studi che analizzano le caratteristiche dei *board* sotto prospettive differenti, come la dimensione, la

³⁸ HENDRY K., KIEL G. (2004), *The Role of the Board in Firm Strategy: Integrative Agency and Organisational Control Perspectives*, in *Corporate Governance*, vol. 12, n. 4, pp. 189-205.

presenza di consiglieri donne³⁹, la percentuale di consiglieri esterni ed interni⁴⁰ o il loro turnover⁴¹, e che indagano l'impatto di tali caratteristiche sulle *performance* aziendali.

Il principale *focus* di analisi si è concentrato sul tema dell'indipendenza degli amministratori dal *management*, nell'ipotesi non sempre univocamente dimostrata che un CdA autonomo abbia maggiore possibilità di esercitare la funzione di monitoraggio verso l'operato del *management*.

Gli studi in questione individuano all'interno del Consiglio di Amministrazione cinque figure chiave, con ruoli e funzioni differenti:

- **Amministratore Delegato** (*CEO* o *President* nella *corporation*): figura di maggiore importanza all'interno del CdA, assume gli incarichi più significativi ed ha la funzione di collegamento tra CdA e *management*, di cui è il capo;
- **Presidente del CdA** (*Chairman* e generalmente Presidente dell'Assemblea degli Azionisti): è chiamato a garantire il corretto funzionamento del CdA, stabilendo le priorità nelle discussioni dell'organo che presiede ed essendo considerato figura di garanzia per tutti gli azionisti;
- **Amministratori esecutivi** (*Inside Directors*, che hanno un incarico esecutivo nell'impresa): sono alle dipendenze del CEO e svolgono incarichi operativi di responsabilità all'interno della struttura, risultando per loro stessa natura non indipendenti;
- **Amministratori non esecutivi** (*Outside Directors*, che possono essere indipendenti): posseggono la funzione di garanzia di indipendenza del CdA dal potere del *management*;
- **Lead Independent Director** (previsto nel caso di *Ceo duality*): è il responsabile dell'operato di tutti i consiglieri non esecutivi, rappresentando un punto di riferimento e di coordinamento delle istanze e dei contributi di quest'ultimi, con particolare riferimento alla categoria degli amministratori indipendenti⁴².

³⁹ FARRELL, K. A., HERSCH, P. L. (2005), *Additions to Corporate Boards: The Effect of Gender*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, pp. 85-106 – ADAMS R.B., FERREIRA D. (2004), *Gender Diversity in the Boardroom*, in ECGI – Finance Working Paper No. 57.

⁴⁰ DEHAENE A., DE VUYST V., OOGHE, H. (2001), *Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies*, in *Long Range Planning*, vol. 34, pp. 383-398.

⁴¹ ERIKSSON T., STROJER MADSEN E., DILLING-HANSEN M., SMITH V.(2001), *Determinants of CEO and Board Turnover*, in *Empirica*, vol. 28, pp. 243-257.

⁴² Introdotto in Italia dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana, al punto 2.C.3. L'istituzione di questa nuova figura è riscontrabile, dai dati Assonime (2009), in 99 società (contro le 50 del 2007 e le 7 del 2006), pari al 34% del totale; l'istituzione è molto frequente dove il Presidente coincide con l'azionista che controlla la società, sia egli o meno qualificabile come CEO (29 casi su 36, pari all'81% del totale), meno frequente nei casi

Queste cinque figure sono state quelle maggiormente oggetto dei processi di riforma che hanno investito negli anni la *governance* del Consiglio di Amministrazione.

Il problema di fondo, indagato da teorici e disciplinari, è rappresentato dalla definizione delle migliori caratteristiche strutturali e dei meccanismi di funzionamento più adatti a favorire lo sviluppo di Consigli realmente in grado di contribuire al successo dell'impresa e alla composizione degli interessi dei vari *stakeholder*.

Le dimensioni “classiche” di analisi del CdA, sottoposte a processi di indagine da parte di policymaker, accademici e *practitioner* possono così sintetizzarsi⁴³:

- la **numerosità del CdA**. La discussione in merito non ha prodotto risultati omogenei: coloro che prediligono una composizione ampia del *board* evidenziano come in tal modo aumenti la possibilità di esercizio della funzione di controllo, mentre altri studiosi sottolineano come un CdA troppo numeroso comporti inefficienza nell'attività dei singoli consiglieri, nel senso che ciascuno di essi sarà portato ad ipotizzare che il proprio compito verrà svolto da altri membri del *board*⁴⁴; se da una parte è vero che in media le decisioni di gruppo siano migliori di quelle prese individualmente⁴⁵, soprattutto in condizioni di elevata complessità e di incertezza, dall'altra occorre considerare che il problema che caratterizza i CdA di elevate dimensioni riguarda sia un peggioramento dei processi decisionali sia una definizione

identificati come Chairman-CEO dove però il Presidente non è l'azionista di controllo (in 32 casi su 67, pari al 48% del totale). La figura del LID è stata istituita altresì da un gruppo abbastanza folto di società non corrispondenti alle situazioni identificate dal Codice (in 38 casi su 188, pari al 20% del totale); ASSONIME (2009), *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate*.

⁴³ PUGLIESE A. (2008), *Percorsi evolutivi della corporate governance*, CEDAM, Padova, pp. 72-73.

⁴⁴ Secondo Jensen, Lipton e Lorsch quando le dimensioni dei Consigli sono troppo elevate, questi assumono carattere simbolico e la loro attività si configura come disgiunta dai processi manageriali; JENSEN M. (1993), *The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems*, in *Journal of Finance*, vol. 7, pp.831-880 – LIPTON M., LORSCH J.W. (1992), *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, in *Business Lawyer*, n. 48, pp. 59-77. Dello stesso parere anche Eisenberg e Yermack, nei rispettivi studi in merito al contesto finlandese e statunitense; EISENBERG T., SUNDGREN S. E WELLS M. (1998), *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 48, pp. 35-54 – YERMACK, D. (1996), *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n. 2, pp. 185-211.

Di contro, Zahra e Pearce sostengono come dimensioni più elevate dei CdA possano rendere più effettivo il controllo dell'operato degli organi esecutivi in quanto ciò renderebbe più difficile per questi ultimi mettere in atto forme di condizionamento nei confronti dei consiglieri; ZAHRA S.A., PEARCE J.A. (1989), *Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model*, in *Journal of Management*, vol. 15, pp.291-334.

⁴⁵ HILL G. (1982), *Group versus Individual Performance: Are n+1 Better than One?*, in *Psychological Bulletin*, 91/3, pp. 517-539.

poco chiara delle conseguenti responsabilità individuali⁴⁶. In linea di massima è stato indicato tra 8 e 15 il numero congruo di consiglieri di un CdA, in quanto un numero inferiore non permetterebbe sufficienti figure per formare i necessari sottocomitati ed un numero superiore rischierebbe di rendere sterile il dibattito consiliare;

- la ***separazione tra ruolo di CEO e di Presidente del CdA***. La separazione delle due figure, oggi obbligatoria in gran parte dei Paesi per effetto dell'applicazione dei Codici di Autodisciplina diffusi nella comunità finanziaria, è considerata da quasi tutti gli studiosi di *management* una buona regola di governo, contribuendo a garantire l'indipendenza del Consiglio dal top *management*. Secondo tale impostazione, la separazione delle due cariche aiuterebbe i consiglieri ad assumere giudizi indipendenti ed oggettivi sul comportamento e sui risultati conseguiti dal top *management*; anche qui non mancano comunque fautori dell'accentramento delle due cariche, ritenendo che la conoscenza diretta dell'amministratore delegato rispetto alle criticità dell'impresa sia l'unico modo per indirizzare in maniera proficua il dibattito del CdA, prevenendo problemi di rivalità tra le due figure;
- la ***percentuale degli amministratori indipendenti sul totale (outsider ratio)***. Gli studi che si sono susseguiti sull'argomento hanno stabilito che un *board* per essere indipendente deve essere composto in maggioranza da amministratori esterni, dal momento che questi dovrebbero essere più liberi nel criticare eventuali comportamenti scorretti degli *executive*; anche qui non si è giunti all'identificazione di un *outsider ratio* ideale per garantire la necessaria autonomia al *board*⁴⁷. La nomina comunque di un numero limitato di consiglieri interni sembra essere preferibile, dal momento che una loro eccessiva presenza potrebbe impedire all'organo di affrontare con sufficiente fermezza alcuni argomenti sensibili. Anche dal punto di vista della correlazione tra composizione del Consiglio e performance aziendali si sono confrontati moltissimi studiosi, con altrettanti contributi scientifici, senza comunque raggiungere conclusioni

⁴⁶ L'effetto deresponsabilizzante che deriva dalle dimensioni elevate del CdA può infatti creare problemi di consenso nel raggiungimento di decisioni importanti, con le relative conseguenze in termini di controllo sull'operato del *management*; FORBES D.P., MILLIKEN F.J. (1999), *Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-making Groups*, in *The Academy of Management Review*, 24/3, pp. 489-505 – GOLDEN B.R., ZAJAC E.J. (2001), *When Will Boards Influence Strategy? Inclination x Power = Strategic Change*, in *Strategic Management Journal*, vol. 22, 1087-1111.

⁴⁷ HUSE M. (1994), *Board-Management relations in small firms: the paradox of simultaneous independence and interdependence*, in *Small Business Journal*, April.

condivise⁴⁸, individuando ricette differenti a seconda delle convinzioni personali maturate nel corso delle relative esperienze in merito a ruolo e funzionamento dei Consigli di Amministrazione.

Il concetto di indipendenza del CdA⁴⁹, il ruolo della figura dell'amministratore indipendente ed il conseguente conflitto di interessi di chi opera all'interno del *board*, risultano gli argomenti che hanno più di altri suscitato l'interesse degli studiosi in tema di *corporate governance*, ai quali si cercherà di dare spazio nel prosieguo delle trattazioni.

2. La figura dell'amministratore indipendente

In questo paragrafo verrà analizzata la figura dell'amministratore indipendente, già accennata e sinteticamente descritta nei paragrafi precedenti e nel Capitolo 1.

Si introdurrà dapprima il concetto di indipendenza, come previsto dalla normativa italiana e dai principi di autoregolamentazione; successivamente si descriveranno nello specifico quelli

⁴⁸ Per un approfondimento su alcuni studi che individuano un'associazione positiva tra presenza di amministratori indipendenti e performance si rimanda a BARNHART S.W., ROSENSTEIN S. (1998), *Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis*, in *Financial Review*, vol. 33, pp.1-36 – KAPLAN S.N., REISHUS D. (1990), *Outside Directorships and Corporate Performance*, in *Journal of Financial Economics*, 27/2, pp. 389-410 – PEARCE J. A., ZAHRA S.A. (1992), *Board Composition from a Strategic Contingency Perspective*, in *Journal of Management Studies*, 29/4, pp. 411-438 – ROSENSTEIN S., WYATT J.G. (1990), *Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 26, pp. 175-191. Di contro, AGRAWAL A., KNOEBER C.R. (1996), *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31/3, pp.377-398 – COLES J.L., MESCHKE F., LEMMON M. (2003), *Structural Models and Endogeneity in Corporate Finance: The Link Between Managerial Ownership and Corporate Performance*, Working Paper, Arizona State University and University of Utah – BHAGAT S., BLACK B. (1998), *The Relationship between Board Composition and Firm Performance*, in HOPT K., HIDEKI H., ROE M. (a cura di), *Comparative Corporate Governance: the State of Art and Emerging Research*, Clarendon Press, Oxford – HERMALIN B., WEISBACH M. (1991), *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, in *Financial Management*, 20/4, pp. 101-112.

⁴⁹ Un interessante studio ha analizzato la (positiva) correlazione tra grado di indipendenza del consiglio di amministrazione e leggi che proteggono gli azionisti di minoranza in Europa. Un gruppo di accademici ha cercato di dimostrare la potenziale interrelazione che esiste tra un meccanismo di *governance* "country-level" (esterno), quale le leggi a protezione degli azionisti di minoranza, e due meccanismi di *governance* "firm-level" (interni), quali la struttura proprietaria e la composizione del Consiglio. Lo studio afferma che laddove esistono leggi forti a protezione degli azionisti di minoranza, questi dispongono del potere legale per agire sulla composizione del CdA, eleggendone i componenti e permettendo che un'elevata percentuale degli stessi siano indipendenti. Gli autori definiscono il *board* "desirable" come quello in cui "minority shareholders believe is looking out for their best interests rather than managements' self-serving interests"; KIM K.A., KITSABUNNARAT-CHATJUHAMARD P., NOFSINGER J.R. (2007), *Large shareholders, board independence and minority shareholder rights: evidence from Europe*, in *Journal of Corporate Finance*, n. 13, pp. 859-880.

che comunemente vengono individuati come i compiti e le responsabilità in capo all'amministratore indipendente.

Verrà poi anche affrontato il tema del voto di lista, come strumento a tutela degli azionisti di minoranza, alla luce delle innovazioni introdotte con la legge sul risparmio del 2005.

La figura dell'amministratore indipendente verrà trattata di seguito nelle sue caratteristiche principali, mentre nel prossimo capitolo verrà contestualizzata all'interno delle società a partecipazione pubblica, dove presenta alcune peculiarità.

2.1 Il concetto di indipendenza tra obbligatorietà e soft law

Non è possibile individuare per la tipologia di amministratore non esecutivo una chiara definizione normativa o di *soft law*⁵⁰. Si può affermare che la definizione viene ricavata in negativo, ovvero può essere dedotta da quella data in positivo per l'amministratore esecutivo. Quest'ultimo può essere definito come l'amministratore *“impegnato nella gestione della società in virtù delle deleghe gestionali (tanto tipiche quanto atipiche) attribuite dal consiglio: rientrano in questa categoria gli amministratori delegati, compreso il presidente, quando allo stesso vengano attribuite deleghe individuali di gestione, nonché gli amministratori che ricoprono funzioni direttive nella società o in società controllate”*⁵¹.

Come già descritto in precedenza, gli amministratori non esecutivi possono essere ulteriormente distinti a seconda che siano provvisti o meno del requisito di indipendenza.

La nozione di indipendenza, di derivazione anglosassone, compare per la prima volta in Italia nel Codice di Autodisciplina del 1996 (Codice Preda).

A livello normativo, invece, l'istituto dell'amministratore indipendente viene introdotto a seguito della riforma del diritto societario del 2003 (d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 e successive modifiche), prevedendo all'art. 2409-septiesdecies del codice civile, in riferimento al modello monistico, *“che almeno un terzo dei componenti del consiglio d'amministrazione deve essere*

⁵⁰ Nel linguaggio giuridico il termine *soft law*, difficilmente traducibile, fa riferimento ad una serie di fenomeni di regolazione connotati dalla produzione di norme prive di efficacia vincolante diretta. La *soft law* si contrappone ai tradizionali strumenti normativi (leggi, decreti, ecc.), emanati secondo determinate procedure da soggetti che ne hanno l'autorità, i quali producono norme dotate di efficacia vincolante nei confronti dei destinatari (*hard law*). In mancanza di un'efficacia vincolante diretta, la garanzia dell'osservanza delle norme di *soft law* riposa sul fatto che chi le ha emanate coincide con il loro destinatario (autoregolamentazione) oppure sull'autorevolezza del soggetto che le ha emanate e, quindi, sulla loro forza persuasiva. Tali norme non danno luogo a situazioni giuridiche soggettive direttamente tutelabili in sede giurisdizionale, anche se ciò non toglie che il giudice ne possa tenere indirettamente conto.

⁵¹ REGOLI (2006), *Gli amministratori indipendenti*, Liber Amicorum di G.F.Campobasso, pag. 1.

in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 2399⁵², primo comma e, se lo statuto lo prevede, quelli al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati” e aggiungendo all'art. 2409-octiesdecies che il comitato di controllo sulla gestione debba essere “composto da amministratori in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dallo statuto e dei requisiti di indipendenza di cui all'articolo 2409-septiesdecies, che non siano membri del comitato esecutivo ed ai quali non siano attribuite deleghe o particolari cariche e comunque non svolgano, anche di mero fatto, funzioni attinenti alla gestione dell'impresa sociale o di società che la controllano o ne sono controllate.”

Per quanto riguarda il sistema tradizionale, la legge sul risparmio del 2005 ha previsto per le società quotate all'art. 147-ter, comma 4, TUF, che *“in aggiunta a quanto disposto dal comma 3, qualora il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette membri, almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 148, comma 3”*.

Occorre anche tener conto di quanto viene affermato nella Raccomandazione CE del 12 febbraio 2005, dove si legge all'art. 4 che *“nel consiglio d'amministrazione o di sorveglianza di una società dovrebbe essere eletto un numero sufficiente di amministratori senza incarichi esecutivi o di membri del consiglio di sorveglianza indipendenti, in maniera da garantire che eventuali conflitti di interessi rilevanti che li coinvolgano siano affrontati correttamente”*.

Nella stessa Raccomandazione CE si legge all'art. 13.1 che *“un amministratore dovrebbe essere considerato indipendente soltanto se è libero da relazioni professionali, familiari o di altro genere con la società, il suo azionista di controllo o con i dirigenti di entrambi, che creino un conflitto di interessi tale da poter influenzare il suo giudizio”*.

A prescindere dalle diverse previsioni obbligatorie o meno, i vari modelli di *governance* convergono verso un criterio di indipendenza in senso sostanziale, non formale⁵³.

⁵² L'art. 2399 recita che *“non possono essere eletti alla carica di sindaco e, se eletti, decadono dall'ufficio:*

- a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'art. 2382 (interdizione, inabilitazione, fallimento, condanne);*
- 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 o alle società da questa controllate o alle società che la controllano o a quelle sottoposte a comune controllo da un rapporto di lavoro o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita, ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza”*.

⁵³ In questo senso sia la Raccomandazione CE del 12 febbraio 2005, dove si legge al “considerando” 18 che *“nell'applicare il criterio dell'indipendenza, il consiglio d'amministrazione o di sorveglianza dovrebbe privilegiare la sostanza piuttosto che la forma”*, sia il Codice di Autodisciplina del 2006, dove al punto 3.C.1.

E' utile al riguardo l'osservazione di un autore, secondo cui *“l'indipendenza che conta è quella nei confronti di chi esercita il potere all'interno della società, chiunque esso sia. Posto che nelle società italiane il problema principale normalmente è quello degli abusi commessi nell'interesse del socio o dei soci di controllo, l'indipendenza che deve essere cercata non è una utopistica indipendenza nei confronti di chiunque (o del proprio super ego), ma quella nei confronti del socio di maggioranza, che è in grado di commettere o far commettere abusi”*⁵⁴.

Il Codice di Autodisciplina, al punto 3.C.1., descrive una serie di ipotesi nelle quali presumibilmente un amministratore debba considerarsi come non indipendente⁵⁵ (box 3); ribadendo la natura non vincolante delle fattispecie sintomatiche rappresentate, viene comunque consentito alle società di adottare *“ai fini delle proprie valutazioni, criteri aggiuntivi o anche solo parzialmente diversi da quelli sopra indicati, dandone adeguata e motivata comunicazione al mercato [...] Quando il consiglio ritenga sussistere, in concreto, il requisito dell'indipendenza pur in presenza di situazioni astrattamente riconducibili ad ipotesi considerate di non indipendenza – ad esempio, definendo un rapporto commerciale come non significativo in relazione al suo valore economico- sarà sufficiente comunicare al mercato l'esito della valutazione, fermo restando il controllo dei sindaci sulla adeguatezza della relativa motivazione”*.

Box 3 – L'indipendenza secondo il Codice di Autodisciplina

Il Consiglio di Amministrazione valuta l'indipendenza dei propri componenti non esecutivi avendo riguardo più alla sostanza che alla forma e tenendo presente che un amministratore non appare, di norma, indipendente nelle seguenti ipotesi, da considerarsi come non tassative:

- a) se, direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposta persona, controlla l'emittente o è in grado di esercitare su di esso un'influenza notevole, o partecipa a un patto parasociale attraverso il quale uno o più soggetti possano esercitare il controllo o un'influenza notevole sull'emittente;
- b) se è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un esponente di rilievo dell'emittente, di una sua controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo con l'emittente, ovvero di una società o di un ente che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente o è in grado di esercitare sullo stesso un'influenza notevole;

stabilisce che *“il consiglio d'amministrazione valuta l'indipendenza dei propri componenti non esecutivi avendo riguardo più alla sostanza che alla forma”*.

⁵⁴ DENOZZA F. (2005), *L'amministratore di minoranza e i suoi critici*, in Giur.comm.

⁵⁵ E' bene ricordare come ai requisiti propri degli amministratori indipendenti se ne sommano altri riguardanti tutti gli amministratori, e generalmente previsti a tutela della società e degli investitori; ad esempio il divieto di concorrenza, la disciplina del conflitto di interesse, le cause di incompatibilità ed ineleggibilità, ed altri eventuali requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza che lo statuto (art. 2387 c.c.) o le leggi speciali richiedono a coloro che detengono partecipazioni rilevanti o che vogliono amministrare società che operano in determinati settori.

- c) se, direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso società controllate o delle quali sia esponente di rilievo, ovvero in qualità di partner di uno studio professionale o di una società di consulenza), ha, o ha avuto nell'esercizio precedente, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale:
- con l'emittente, una sua controllata, o con alcuno dei relativi esponenti di rilievo;
 - con un soggetto che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente, ovvero – trattandosi di società o ente – con i relativi esponenti di rilievo; ovvero è, o è stato nei precedenti tre esercizi, lavoratore dipendente di uno dei predetti soggetti;
- d) se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dall'emittente o da una società controllata o controllante una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto all'emolumento "fisso" di amministratore non esecutivo dell'emittente, ivi inclusa la partecipazione a piani di incentivazione legati alla performance aziendale, anche a base azionaria;
- e) se è stato amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici anni;
- f) se riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo dell'emittente abbia un incarico di amministratore;
- g) se è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione contabile dell'emittente;
- h) se è uno stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti punti.

Fonte: CODICE DI AUTODISCIPLINA, Borsa Italiana, 2006, punto 3.C.1.

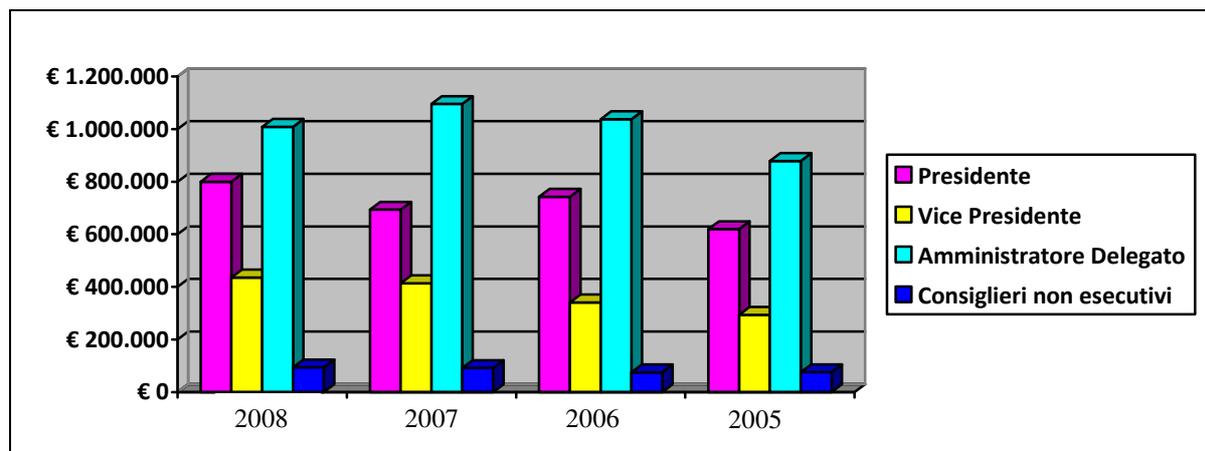
Tra i limiti tradizionalmente addebitati alla figura dell'amministratore indipendente, rientra principalmente la sua "sottomissione" agli azionisti di controllo, che di fatto hanno il potere della loro nomina e di conseguenza della loro possibile rielezione.

I compensi enormemente inferiori rispetto ai loro colleghi esecutivi li pongono, poi, in una condizione di sudditanza nei confronti di quest'ultimi, i quali sono in grado di esercitare un'influenza maggiore all'interno del *board*. Resta invece il rischio in capo agli indipendenti di essere comunque convenuti in azioni di responsabilità da cui risulta difficile esonerarsi.

Il *grafico 1* evidenzia bene questo aspetto, confrontando i compensi percepiti dalle varie cariche all'interno delle società quotate italiane negli ultimi anni.

Possiamo notare come gli emolumenti percepiti siano tendenzialmente costanti nel tempo, con un grande squilibrio tra cariche esecutive e non.

Grafico 1– Compensi cariche sociali (euro)



Fonte: Elaborazione propria su dati SPENCERSTUART (2008), SpencerStuart Board Index.

Per quanto riguarda i Consiglieri non esecutivi (non evidenziabile dal grafico), effettuando una suddivisione tra quelli indipendenti e quelli non, si rileva come per il 2008 i primi abbiano raggiunto un compenso medio totale pari a 60.000 euro, contro i 147.500 euro di quelli non indipendenti.

In riferimento alla responsabilità dell'amministratore indipendente, risulta fondamentale oggi, ai fini di una vera "professionalizzazione" di tale figura, individuare un perimetro chiaro di responsabilità, dal momento che l'assenza di norme specifiche rischia di generare da un lato una sostanziale irresponsabilità degli amministratori indipendenti, e dall'altro un eccesso di responsabilità stessa, con una convergenza verso quella prevista per gli amministratori esecutivi.

In qualità di amministratori non esecutivi gravano sugli indipendenti i doveri sottesi agli artt. 2381, 2391 e 2392. L'omesso o negligente adempimento di tali doveri li espone alla tradizionale responsabilità solidale.

Gravano però in capo agli indipendenti anche doveri speciali, che riguardano essenzialmente l'attivazione delle procedure formali che investono decisioni in cui interferiscono interessi extra-sociali imputabili agli esecutivi o al socio di controllo.

La diligenza viene quindi esaminata in funzione degli strumenti predisposti dall'indipendente per assicurare trasparenza decisionale, motivazione dell'operazione e tipizzazione delle informazioni.

Infine, lo *standard of conduct* dell'amministratore indipendente si innalza in caso di appartenenza al comitato nomine, remunerazione o *audit*.

Responsabilizzare in tal senso l'indipendente ne rafforza l'identità, allontanando un passato di discussioni *de facto* sulla perdita del capitale reputazionale e l'accusa di essere un mero "piece of window-dressing"⁵⁶.

Nonostante i limiti in capo alla figura dell'amministratore indipendente, la sua funzione e la necessità della sua presenza all'interno dei CdA sono universalmente riconosciute. Come sostiene il Ferrarini⁵⁷, l'importanza dell'amministratore indipendente nel sistema italiano non è in discussione: la frequente dipendenza degli esecutivi dai soci di controllo enfatizza il ruolo degli indipendenti nel monitoraggio delle operazioni con parti correlate, spettando ad essi ridurre il costo di agenzia nel rapporto *management* – azionisti. In questa prospettiva di analisi, il ruolo che gli indipendenti giocano nel funzionamento del Consiglio, inteso come organo di monitoraggio sulla vita della società, appare cruciale.

Al fine di rappresentare l'entità del fenomeno, rimandando al paragrafo successivo l'approfondimento su funzioni e responsabilità dell'indipendente, è interessante mostrare i risultati di un'indagine svolta da SpencerStuart nel 2008 su un campione di società italiane quotate, secondo cui il 98,9% delle stesse ha Consiglieri Indipendenti (C.I.), con un numero medio all'interno dei CdA pari a 4,5; nella *tabella 4* vengono evidenziati alcuni dati utili.

Tabella 4 – Amministratori indipendenti secondo SpencerStuart

SEGMENTO	Società con C. I.	N. min di C. I.	N. max di C. I.	N. medio di C. I.
BlueChip	98,9%	1	23	6
STAR	100%	2	9	3,2
Standard	91,9%	1	10	3,7

Fonte: SPENCERSTUART (2008), SpencerStuart Board Index.

⁵⁶ D'ERCOLE C. (2006), *Amministratori non esecutivi, indipendenti, di minoranza*, Seminario sulla struttura del CdA nelle quotate fra diritto e soft law, 1-2 dicembre, Pisa.

⁵⁷ FERRARINI G. (2005), *Ruolo degli amministratori indipendenti e Lead Independent Director*, Nedcommunity.

2.2 Funzioni, strumenti e responsabilità degli amministratori indipendenti

Nel trattare compiti e funzioni spettanti alla figura dell'amministratore indipendente, risulta più agevole esporre una ricostruzione lineare, rispetto alla definizione che si è data al concetto di indipendenza stesso⁵⁸.

Anzitutto, in via generale, sulle funzioni attribuibili a tutti gli amministratori, siano essi esecutivi o meno, si può affermare come questi abbiano una competenza generale sul governo della società, dal momento che l'organo che rappresentano ha funzioni di gestione, di direzione e anche di controllo interno. In questo senso si parla comunemente di "centralità dell'organo amministrativo", affermando che "*al centro dell'organizzazione interna della società per azioni si trova [...] l'organo amministrativo e non più, da quando il capitalismo è uscito dalle sue prime fasi di sviluppo, l'assemblea, della quale inizialmente gli amministratori erano considerati semplici mandatari*"⁵⁹.

Quanto agli amministratori indipendenti nello specifico, vi è una convergenza di opinioni tra dottrina e *best practice* sulla loro funzione essenziale, che attiene, più che alla gestione della società in sé, al controllo sulla gestione e sull'operato degli altri amministratori e dei *manager*, per evitare che vengano commessi abusi da parte di chi ha il potere di gestire la società.

In sostanza, la nozione di indipendenza stessa consiste nell'indipendenza "*nei confronti di chi esercita il potere all'interno della società, chiunque esso sia*"⁶⁰.

Si rafforza dunque sempre più l'impostazione anglosassone secondo cui il CdA esercita l'importante e fondamentale funzione di monitoraggio e controllo sull'operato degli *executive* e degli *officer*. Il Consiglio diviene quindi l'organo deputato a realizzare quell'equilibrio tra amministrazione e controllo che è alla base della *corporate governance*, rappresentando il luogo astratto dove trovano ascolto le istanze dei vari *stakeholder*.

⁵⁸ Il punto 2 dell'allegato II della Raccomandazione CE del 12 febbraio 2005 recita: "*L'amministratore indipendente si impegna a) a mantenere in tutte le situazioni la sua indipendenza di analisi, decisione e azione, b) a non cercare di ottenere e a non accettare vantaggi indebiti dei quali si possa ritenere che compromettono la sua indipendenza e c) a esprimere con chiarezza la sua opposizione qualora ritenga che una decisione del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza possa danneggiare la società. Quando il consiglio d'amministrazione o di sorveglianza adotta decisioni sulle quali un amministratore senza incarichi esecutivi o membro del consiglio di sorveglianza indipendente nutre serie riserve, quest'ultimo dovrebbe trarre le conclusioni del caso. Qualora rassegni le dimissioni, dovrebbe indicarne le ragioni in una lettera indirizzata al consiglio d'amministrazione o al comitato per la revisione dei conti e, se del caso, ad altri organi interessati esterni alla società*".

⁵⁹ ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (2003), *Il nuovo diritto delle società*, Il Mulino, Bologna.

⁶⁰ DENOZZA F. (2005), *L'amministratore di minoranza e i suoi critici*, in *Giur. Comm.*, I, 767.

La funzione di monitoraggio, nel sistema italiano, viene a rappresentare la più importante funzione attribuita agli indipendenti, escludendo infatti per questa categoria la possibilità di esercitare le funzioni di *hiring* e *firing* che caratterizzano il sistema anglosassone⁶¹; gli indipendenti sono, in Italia, generalmente in minoranza all'interno del Consiglio (rispetto alla totalità dei membri) e il loro parere, sebbene importante e necessario, non è sempre determinante come nei consigli statunitensi.

L'amministratore indipendente, una volta nominato nel rispetto dei criteri che ne determinano l'indipendenza, deve comportarsi ed operare come tale. Essere nominato amministratore indipendente non può infatti equivalere al ricevimento di una carica onorifica, che escluda la responsabilità verso le sorti della società, bensì è necessario che l'indipendente svolga un ruolo attivo che porti la società ad adottare i principi di trasparenza e correttezza nello svolgimento della propria attività⁶².

Di contro, non pare neanche ammissibile che dal ruolo attivo dell'amministratore indipendente possa derivare un'assunzione da parte dello stesso di una funzione personale e individuale di garanzia nei confronti dei soci e del mercato. Non sarebbe corretto infatti dar luogo ad una confusione (o peggio sostituzione) dei ruoli tra organi gestori e amministratori non esecutivi, che né la legge né l'autodisciplina giustifica, con un trasferimento a carico dell'indipendente di responsabilità che gravano invece sulla società e quindi sui soggetti che ne hanno il potere e il dovere di gestione⁶³.

Di seguito, per meglio fornire un quadro di riferimento sulla figura in esame, verranno individuati i compiti e le funzioni in capo all'amministratore indipendente, gli strumenti in suo possesso e la responsabilità derivante dal mancato assolvimento dei compiti stessi.

Il ruolo dell'indipendente all'interno dell'impresa, come già espresso in precedenza, consiste principalmente nella vigilanza nei confronti degli amministratori esecutivi, con particolare attenzione alle situazioni in cui possano manifestarsi situazioni di conflitto di interesse o di comportamento opportunistico da parte degli amministratori esecutivi o dei soci di controllo.

⁶¹ Vedi *infra* Mace e le sue funzioni attribuite al *Board of directors*.

⁶² Può risultare utile per un approfondimento sulle regole che devono guidare i comportamenti degli amministratori indipendenti lungo l'intera durata dell'incarico, consultare il contributo di NEDCOMMUNITY (2008), *Principi guida per i componenti gli organi di amministrazione e controllo*, aprile.

⁶³ BAGLIONI M. (2006), *Le caratteristiche dell'amministratore indipendente: sue funzioni e suoi doveri*, in AA.VV., *La responsabilità degli amministratori indipendenti*, Nedcommunity.

Proprio grazie alla sua posizione di estraneità e libertà da qualsiasi conflitto di interessi rilevante con chi conduce la società, l'amministratore indipendente risulta il soggetto più idoneo all'interno del CdA a svolgere tale ruolo di vigilanza⁶⁴ nell'interesse di tutti i soggetti coinvolti⁶⁵.

Il suo ruolo si qualifica anche rispetto agli altri non esecutivi, nel senso di assicurare la trasparenza e la "procedimentalizzazione" di decisioni potenzialmente extra-sociali.

Nel *box 4* vengono evidenziati i compiti ritenuti di particolare competenza dell'amministratore indipendente.

Box 4 – I compiti dell'amministratore indipendente

1. difendere l'interesse della società amministrata in quanto tale e il suo valore economico in particolare;
2. tutelare gli azionisti di minoranza (pur senza confondere il ruolo dell'A.I. con quello del "consigliere di minoranza");
3. partecipare ai lavori dei Comitati di controllo interno e altri;
4. aggiungere all'interno del CdA competenze di varia natura (esperienza manageriale, professionale o altra);
5. migliorare/presidiare la qualità del sistema di *corporate governance* della società amministrata (soprattutto facendo adottare i principi dell'autodisciplina);
6. monitorare il sistema del controllo interno, il flusso di informazioni rilevanti e la loro trasmissione al pubblico, la tempestività e l'adeguatezza delle informazioni dell'A.D. agli altri amministratori e ai sindaci.

Fonte: BAGLIONI M. (2006), *Le caratteristiche dell'amministratore indipendente: sue funzioni e suoi doveri*, in AA.VV., *La responsabilità degli amm.ri indipend.*, Nedcommunity.

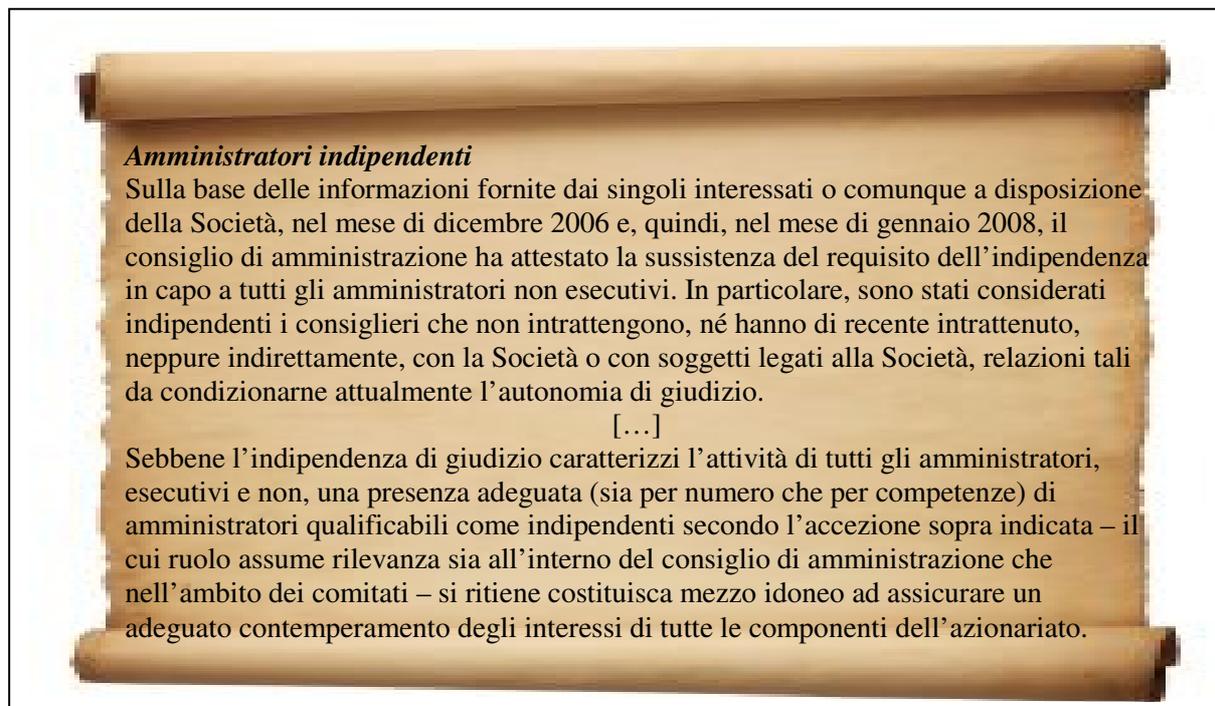
Anche dall'analisi delle relazioni sulla *corporate governance* di alcune tra le principali società quotate in Italia, risulta come il compito essenziale affidato all'amministratore indipendente sia quello di apportare alla discussione in CdA il proprio contributo con autonomia di giudizio, non condizionato da relazioni rilevanti con gli amministratori esecutivi o con i soci di controllo.

⁶⁴ Lorsch e MacIver sottolineano come gli amministratori indipendenti svolgano un ruolo cruciale proprio perché possono valutare e sorvegliare con obiettività la gestione dell'impresa; LORSCH J., MACIVER E. (1989), *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press, Boston.

⁶⁵ Un esempio al riguardo sono le operazioni ex 2391 c.c. (Interessi degli amministratori), ex 2391-bis c.c. (operazioni con parti correlate), la remunerazione degli esecutivi, le offerte pubbliche d'acquisto lanciate o subite. In riferimento ai doveri in capo agli indipendenti, si possono individuare "doveri individuali di vigilanza, concernenti sia profili di legalità sia profili di merito, e ciò tanto sull'attività di alta amministrazione quanto su determinate decisioni di particolare rilievo per la società delle quali essi siano informati dagli amministratori esecutivi ex art. 2381, comma 3. In particolare, tale controllo dovrà vertere, oltre che sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile e sul generale andamento della gestione in conformità con le linee strategiche codeterminate con tutti gli altri amministratori, anche sull'autonomia gestionale degli amministratori nel perseguimento dell'obiettivo della creazione di valore per tutti gli azionisti"; REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, Liber Amicorum di G.F.Campobasso, pag. 10.

Viene di seguito presentato, a titolo di esempio, uno stralcio della relazione sulla *corporate governance* di Enel (figura 2).

Figura 2 – Stralcio Relazione sulla Corporate Governance per il 2007 di Enel



Fonte: Enel.

Si può sostenere, dunque, che l'amministratore indipendente abbia svolto con diligenza i suoi compiti se ha operato in maniera attiva all'interno del CdA a tutela degli interessi sopra descritti. Non è sufficiente l'aver semplicemente partecipato alle riunioni del CdA e alle relative votazioni per poter ritenere assolto il proprio compito.

Se tuttavia analizziamo la normativa, cogente o soggetta ad adesione volontaria, applicabile alla figura dell'amministratore indipendente, rinveniamo ben poche disposizioni specifiche riguardanti i doveri dell'indipendente.

L'unica disposizione identificabile con chiarezza è quella relativa alla dichiarazione di indipendenza che deve essere resa dall'indipendente (il che rischia di creare l'errata convinzione che per essere un amministratore indipendente sia sufficiente autodichiararsi come tale ed essere presente alle riunioni del Consiglio).

Gli altri obblighi, in base alle norme del cod. civ., del TUF e dei regolamenti Consob, debbono ricavarsi nell'ambito di quelli comuni a tutti gli amministratori (in particolare, a quelli non esecutivi):

- adottare il livello di diligenza richiesto dalla natura dell’incarico e dalle proprie specifiche competenze (art. 2392, 1° co. cod. civ.);
- essere ed agire informati, ex art. 2381, 6° co. cod. civ. (l’obbligo di informazione, che è anche attivo e non solo passivo, costituisce il presupposto per esercitare i compiti seguenti);
- intervenire per impedire fatti pregiudizievoli di cui si viene a conoscenza (art. 2392, 2° co. cod. civ.);
- vigilare (ora) specificamente sugli aspetti di cui all’art. 2381, 3° e 5° co. cod. civ. (deleghe agli A.D.; assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; piani strategici; generale andamento della gestione e operazioni di maggior rilievo della società e delle sue controllate);
- curare che vengano adottate particolari cautele nei casi di interesse proprio degli amministratori nella delibera del CdA, di operazioni con parti correlate, di società soggette o che esercitano la direzione e coordinamento.

Nonostante l’attuale disciplina non contenga norme di diretto riferimento agli amministratori indipendenti si ritiene che, in relazione alla particolare categoria degli interessi da questi tutelati, possano considerarsi i destinatari principali delle norme a tutela della correttezza verso il mercato e i risparmiatori in generale. Come già evidenziato in precedenza la loro diligenza dovrebbe essere maggiore di quella degli altri amministratori, fermo restando la natura di tale “obbligo” nel ruolo svolto all’interno del CdA, e non come compito di natura personale.

Analizzando le disposizioni ora citate appare evidente come, nonostante poche di esse siano direttamente riferibili al comportamento dell’amministratore non esecutivo, l’indipendente risulta essere un destinatario qualificato delle numerose regole di correttezza e trasparenza verso il mercato. A tale importante ruolo assegnato alla figura in oggetto non pare però corrispondano strumenti adeguati, in grado di permettere uno svolgimento efficace dei relativi compiti.

Sicuramente, come previsto espressamente dall’art. 2381, comma 6, del Codice Civile, l’amministratore (a prescindere dalla sua natura) ha il potere di “*chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società*”; al di fuori del CdA, però, non si ravvisano autonomi poteri di indagine attribuiti all’amministratore

indipendente, come l'accesso diretto alle strutture aziendali e ai *manager*, tranne nel caso in cui siano membri del Comitato per il controllo interno.

Occorre comunque precisare che, ogni ulteriore o maggior strumento d'azione che possa venire attribuito agli amministratori indipendenti, dovrebbe comunque essere calibrato in funzione della caratteristica essenziale della non esecutività della carica, non risultando plausibile assegnare poteri e responsabilità che esulino dalle caratteristiche stesse della figura istituzionale dell'amministratore indipendente.

In riferimento alla responsabilità in capo alla figura dell'amministratore indipendente, anche nel rinnovato sistema dalla riforma societaria, non si evidenzia alcun principio da cui dedurre che la qualità di indipendente possa esimere o limitare la responsabilità rispetto agli altri amministratori.

L'art 2387 del Codice Civile, prevedendo la qualità di indipendenza come un possibile requisito di eleggibilità alla carica di amministratore, ha inevitabilmente contribuito alla costruzione di un modello comportamentale in capo all'indipendente sicuramente diverso e più elevato rispetto al normale amministratore⁶⁶; di conseguenza verso coloro che sono stati prescelti e nominati amministratori in virtù della loro qualità di indipendenza viene rivolta una ragionevole e giustificata aspettativa di una professionalità e preparazione certamente più elevate rispetto al comune amministratore. Infatti, mentre quest'ultimo legittima la sua posizione sulla fiducia accordatagli dal socio di comando, l'indipendente la fonda sulla sua professionalità e appunto indipendenza.

Di conseguenza, nel valutare la responsabilità da attribuire all'amministratore indipendente, questa non potrà certo essere considerata inferiore alla media, né trovare esenzioni fondate sulla sua insufficiente preparazione o esperienza, dal momento che l'efficacia della partecipazione ad un organo collegiale di colui che è effettivamente indipendente può sorreggersi solo su un adeguato livello di preparazione e professionalità⁶⁷.

Come previsto dall'art. 2392 del Codice Civile, la diligenza richiesta agli amministratori dipende da due fattori, ossia la natura dell'incarico e le loro specifiche competenze; per

⁶⁶ L'art. 2387 recita: "*Requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza – Lo statuto può subordinare l'assunzione della carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza, anche con riferimento ai requisiti al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati. Si applica in tal caso l'articolo 2382. Resta salvo quanto previsto da leggi speciali in relazione all'esercizio di particolari attività*".

⁶⁷ INIZIARI B. (2006), *La responsabilità dell'amministratore indipendente nei confronti della società e dei creditori sociali*, in AA.VV., *La responsabilità degli amministratori indipendenti*, Nedcommunity.

l'amministratore indipendente, ciò significa che la diligenza richiesta deve riferirsi sia alle peculiari esigenze connesse alla gestione della società, sia agli specifici limiti caratterizzanti l'attività di sua competenza.

In riferimento al primo aspetto, considerato che il suo compito esula dall'attività di tipo delegata, dovrà escludersi l'obbligo di osservare quel grado di diligenza particolare riferita all'amministratore che opera sulla base di deleghe gestionali.

Per quanto attiene al secondo, ovvero quello relativo alle specifiche competenze dell'amministratore, bisogna considerare che si tratta di un parametro riguardante le qualità soggettive dello stesso, ponendo quale criterio di riferimento per la valutazione della diligenza richiesta il livello di professionalità propria dell'amministratore.

La diligenza richiesta è quella che ragionevolmente ci si attende sulla base delle specifiche qualità professionali dell'amministratore, a maggior ragione quando il conferimento dell'incarico sia stato basato essenzialmente sull'apprezzamento di tali qualità. Da qui, l'apprezzamento del candidato alla carica di amministratore indipendente non potrà avvenire sulla semplice presa d'atto della sua dichiarazione di indipendenza, bensì tale indipendenza dovrà essere il presupposto funzionale ad un'attività di amministrazione ove l'indipendente sarà in grado di prendere le opportune iniziative e scelte in relazione proprio alle sue caratteristiche professionali.

La mancata iniziativa e l'omissione di intervento da parte dell'amministratore, laddove in relazione alla sua professionalità e alla sua indipendenza sarebbe dovuto intervenire, è suscettibile di essere considerata grave violazione dell'obbligo di diligenza, esponendolo alla conseguente responsabilità.

La prestazione che ci si attende dall'indipendente è infatti tutt'altro che generica, essendo piuttosto contraddistinta da uno specifico livello di competenza e da un comportamento privo di condizionamenti che ne compromettano la libertà di svolgimento dell'incarico.

Al riguardo, nella tabella che segue (*tabella 5*), appare interessante presentare un'analisi svolta da Spencer Stuart nel 2008 in riferimento alle competenze possedute dagli amministratori indipendenti delle società quotate italiane. Nello studio del background professionale dei Consiglieri indipendenti di nuova nomina, anche con una comparazione con il modello statunitense, emerge come la categoria più rappresentata sia quella dei Professori e dei Professionisti in genere.

Tabella 5 – Background professionale Consiglieri Indipendenti di nuova nomina

	Italia	USA
Manager	60%	87%
<ul style="list-style-type: none"> • Presidenti/Vice Presidenti/Amm.ri Delegati/Direttori Generali/Business Unit Manager/Imprenditori 	54%	47%
<ul style="list-style-type: none"> • CFO e Background Finanziario 	2%	19%
<ul style="list-style-type: none"> • Altri ruoli 	4%	21
Professori Universitari	16%	7%
Professionisti	22%	4%
Altro	2%	2%

Fonte: SPENCERSTUART (2008), SpencerStuart Board Index.

2.3 Il voto di lista e l'azionista di minoranza all'interno del CdA

La modalità con la quale il CdA viene a costituirsi, e dunque la rappresentanza che le varie categorie di azionisti vengono a detenere all'interno dell'organo di governo, è uno degli elementi di maggiore importanza a garanzia del funzionamento efficace e trasparente del Consiglio nei confronti della totalità della compagine azionaria.

Al riguardo, uno strumento introdotto a tutela delle minoranze dalla legge 262/2005 sulla “tutela del risparmio” è quello del voto di lista, attraverso il quale viene garantita la presenza anche di amministratori espressione non diretta dell'azionista di riferimento o di controllo.

Tale meccanismo era già stato precedentemente istituito per le società quotate (parzialmente) privatizzate dall'art. 4 del D.L. 332/1994 (così come modificato dalla Legge 474/1994), prevedendo, per le liste presentate dagli azionisti di minoranza rappresentanti almeno l'1% del capitale sociale, la riserva di 1/5 degli amministratori, con l'esclusione di quello nominato in virtù dei poteri speciali attribuiti allo Stato.

Questo meccanismo, in contrapposizione al tradizionale sistema di elezione dei consiglieri di amministrazione e dei sindaci, prevede (obbligatoriamente per le società quotate) che alle minoranze azionarie sia consentito di predisporre una lista di candidati, tra i quali venga eletto un certo numero di membri degli organi societari. L'art. 147-ter del TUF, come modificato a seguito della riforma del diritto societario, prevede che gli statuti delle società stabiliscano la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione di liste, in misura comunque non superiore a un quarantesimo del capitale sociale; almeno uno dei componenti del Consiglio di Amministrazione “*deve essere 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*”.

La lunga gestazione delle modifiche al Regolamento Emittenti (approvate in via definitiva solo nel maggio 2007) e la conseguente proroga del termine per adeguare gli statuti al 30 giugno 2008, hanno contribuito a rallentare l'applicazione del voto di lista da parte delle società quotate. L'estensione obbligatoria del voto di lista a tutte le società quotate ha prodotto una diminuzione sensibile del quorum medio per la presentazione di liste per l'elezione del CdA, sceso nel 2008 al 2,2% (era pari al 2,4% nel 2007 e 2,6% nel 2006, fonte Assonime).

Nella tabella che segue (*tabella 6*) si rappresenta la situazione relativa all'anno scorso, quando ancora non era obbligatorio l'istituto in esame; si noti come le società che maggiormente si erano avvalse di questo strumento a tutela delle minoranze azionarie fossero quelle appartenenti all'indice S&P/MIB, a testimonianza di come nelle società a maggiore capitalizzazione sia effettivamente più sentita la necessità di rappresentanza nel CdA di più categorie di azionisti. Anche la percentuale totale, pari al 36,4%, evidenziava comunque come, nonostante nel periodo di indagine non fosse ancora obbligatoria la normativa sul voto di lista, vi sia stata una sua spontanea applicazione da parte delle società quotate.

Tabella 6 – Società che hanno istituito il voto di lista

LISTINO	2007	2006	2005
S&P/MIB	57,9%	48,7%	44,7%
MIDEX	42,9%	21,1%	32,0%
ALL STAR	33,8%	15,7%	10,8%
BANK/ASS	21,6%	15,9%	16,7%
TOTALE	36,4%	22,3%	20,9%

Fonte: ASSONIME (2007), Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate.

La tabella che segue (*tabella 7*) rappresenta i risultati dei rinnovi dei Consigli di Amministrazione avvenuti nel corso del 2008, riguardante 65 società quotate; in 39 casi il rinnovo è avvenuto mediante la presentazione di un'unica lista e sono solo 2 i casi in cui vi è stata la presentazione di due o più liste da parte delle minoranze.

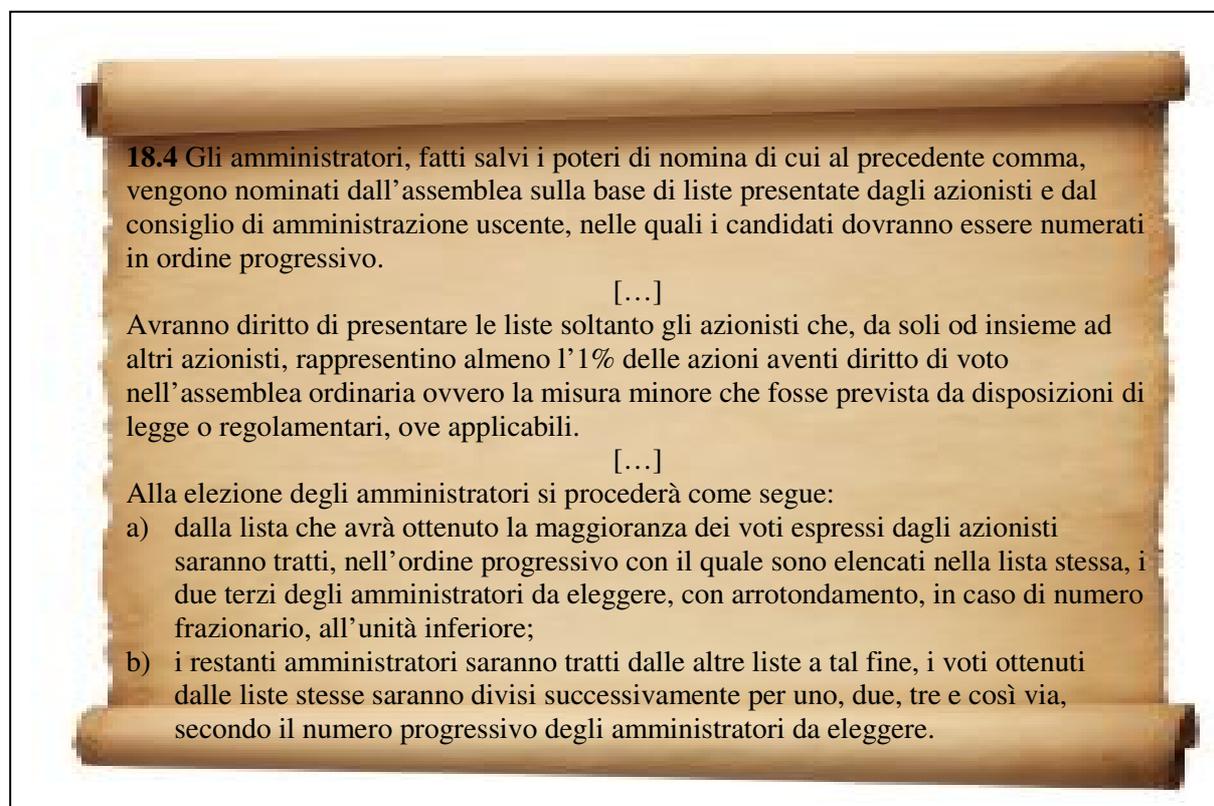
Tabella 7 – Rinnovi CdA nel 2008

	BlueChip	STAR	Standard	Totale
Società con rinnovo per cui è obbligatorio il voto di lista	28	31	8	65
Società che hanno adottato il voto di lista	27	29	8	64
di cui:				
• con sola lista di Maggioranza	13	21	5	39
• con lista di Minoranza	14	8	3	25
- una sola lista	12	8	3	23
- due o più liste	2	-	-	2

Fonte: SPENCERSTUART (2008), SpencerStuart Board Index.

Nella concreta applicazione di quanto disposto dalla legge, la partecipazione delle minoranze è stata garantita anche in misura maggiore di quanto obbligatoriamente previsto; dallo stralcio dello Statuto di Finmeccanica (*figura 3*) si può infatti notare come gli amministratori tratti dalle liste di minoranza siano un terzo del totale, (essendo il CdA composto da 11 membri – escluso l’amministratore di nomina pubblica in virtù dei poteri speciali – significa che 4 spettano alle minoranze azionarie).

Figura 3 – Stralcio Statuto Finmeccanica su voto di lista



Fonte: Finmeccanica.

Alcuni interrogativi potrebbero emergere dalla contrapposizione o continuità tra le figure dell'amministratore indipendente nominato dalla maggioranza o dalla minoranza azionaria. Sono diversi gli elementi in comune, che avvicinano le due figure, stemperando l'elemento di discontinuità derivante dal meccanismo di nomina.

Si tratta infatti, in entrambi i casi, di “*amministratori a) riferibili alla classe dei non esecutivi, in quanto privi di cariche operative, b) indipendenti dal gruppo di controllo della società e dal management che la gestisce, c) eletti per vigilare sull'operato degli esecutivi al fine di evitare l'insorgere di conflitti d'interessi che possano pregiudicare gli interessi dei soci di minoranza*”⁶⁸.

Analizzando la categoria dell'amministratore di minoranza, a prescindere dalla sua indipendenza o meno, occorre ricostruire quali azionisti è deputato a rappresentare all'interno del *board*; al riguardo, c'è chi scompone l'azionista di minoranza in quattro figure tra loro distinte⁶⁹:

- *l'azionista minimo*, detentore di un numero esiguo di azioni, che partecipa all'assemblea in ragione di curiosità o di affezione personale;
- *l'azionista disturbatore professionale*, figura ben nota nella realtà societaria, a cui non si può riconoscere una funzione fisiologica di *monitoring*;
- *l'azionista detentore di un pacchetto di minoranza rilevante*, perché in grado di incidere sugli assetti del potere assembleare, in forza di alleanze occasionali, di azioni di concerto di fatto o di accordi di intensità e stabilità variabile contenuti in patti parasociali;
- *l'investitore istituzionale*, il cui ruolo è ormai divenuto centrale nell'ordinamento societario e dei mercati e che oggi sembra a molti suscettibile, anche in concreto, di evoluzione verso una funzione di controllo dell'operato dei gestori.

Nonostante la perplessità che può suscitare in alcuni la figura dell'amministratore di minoranza, considerato a volte espressione di potenziali concorrenti interessati a infiltrarsi nel Consiglio d'Amministrazione o di chi auspica la possibilità che la propria lista sia collegata a

⁶⁸ OLIVIERI G. (2006), *Amministratori indipendenti e di minoranza nella nuova legge sul risparmio*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, pag. 29.

⁶⁹ MONTALENTI P. (2006), *Amministrazione, direzione, controllo e azionisti di minoranza dalla legge Draghi alla riforma del risparmio: presidi rafforzati o eccessi dirigistici ?*, Convegno di Courmayeur, 6-7 ottobre.

quella del socio di controllo, nella generalità dei casi questo può assumere un ruolo importante nel rafforzamento della dialettica consiliare⁷⁰.

E' bene comunque non confondere il ruolo dell'amministratore di minoranza con quello dell'amministratore indipendente; il primo infatti non può essere considerato indipendente solo perché rappresentante di interessi non conformi a quelli dell'azionista di maggioranza. L'amministratore di minoranza è di fatto "dipendente dalla minoranza" e potrebbe avere la sola funzione di "*prospettare un punto di vista diverso, che arricchisce la capacità di elaborazione del consiglio*"⁷¹. Di contro, il fatto che un amministratore sia indicato nella lista del socio di maggioranza, non è di per sé indicativo di una sua non indipendenza; tale caratteristica va infatti verificata in concreto caso per caso, secondo i principi e i criteri delineati in precedenza.

* * *

A prescindere dalle caratteristiche dei sistemi di *governance* riscontrate nei diversi studi sulle imprese, un punto fermo e condiviso è che i sistemi di *governance* ben funzionanti costituiscono una condizione essenziale per la continuità e lo sviluppo delle imprese (nonostante la mancanza di conclusioni definitive sulla relazione tra *governance* e performance) e, dunque, occorre aumentarne e migliorarne l'utilizzo.

In conclusione di paragrafo, può essere evidenziato come la maggioranza degli autori consultati valuti positivamente la figura dell'amministratore indipendente.

Viene data notevole importanza ai vantaggi teorici che la loro presenza all'interno della società può generare, favorendo e rafforzando l'incisività degli strumenti di *governance* a garanzia di un corretto funzionamento dell'impresa, attraverso la realizzazione di un adeguato sistema di buon governo societario.

L'indipendenza degli amministratori si riflette anche negli organi di cui questi divengono membri, contribuendo a proteggerne il ruolo dai condizionamenti esterni di soggetti interessati a sviare l'attività aziendale dal perseguimento del suo fine di creazione di ricchezza.

⁷⁰ DENOZZA F. (2005), *L'amministratore di minoranza e i suoi critici*, in Giur.comm., pag. 768.

⁷¹ DENOZZA F. (2005), Incontro dibattito su Gli amministratori indipendenti nelle società quotate, Milano.

Ciò nonostante è opportuno osservare, come più volte evidenziato nel testo, che l'indipendenza non può essere garantita dal solo rispetto di alcuni requisiti da parte degli amministratori in questione. Il possesso di tali requisiti, infatti, può ridurre la probabilità che vengano posti in essere comportamenti opportunistici, ma non eliminare questa eventualità. Per un funzionamento efficace dell'istituto in questione, quindi, non è sufficiente la semplice sussistenza dei requisiti oggettivi di indipendenza richiesti poiché, *“qualora l'amministratore sia mosso da volontà opportunistica potrebbe, paradossalmente, rivelarsi meno indipendente di un probo amministratore esecutivo e piegarsi agli “interessi di parte” (del gruppo di controllo o dell'incumbent management) nell'aspettativa di ricevere benefici privati [...]”* e che perciò *“la costruzione condivisa di un'etica e di una deontologia dell'indipendenza e l'emersione di una sorta di ceto professionale acquista dunque un ruolo centrale”*⁷². Ciò è ancora più importante al caso, che verrà analizzato nel prossimo capitolo, degli amministratori indipendenti nelle società a partecipazione pubblica, dove gli interessi in gioco meritano una tutela sicuramente più attenta. In questa direzione, gli sviluppi della normativa in tema di diritto societario potrebbero condurre a prevedere esplicitamente, con riferimento ai requisiti di indipendenza, che gli amministratori debbano soddisfare, oltre a quelli legali statutari, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento, come indicato all'art. 2409-*septiesdecies*, comma 2 del Codice Civile.

3. Il conflitto di interessi

Il tema del conflitto di interessi è ampio e complesso; il *management*, infatti, nella sua attività, può porre in essere comportamenti volti a privilegiare degli obiettivi particolari per il conseguimento di specifici interessi personali, non sempre coincidenti con gli obiettivi aziendali⁷³.

L'espressione, a prescindere dalle diverse connotazioni che può assumere, sintetizza un forte squilibrio tra diversi soggetti⁷⁴, dovuto ad un *“eccesso di appagamento della situazione giuridica di chi agisce in conflitto rispetto a quella di chi il conflitto lo subisce”*⁷⁵.

⁷² MONTALENTI P. (2002), *Corporate governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, Milano, in *Rivista delle Società*.

⁷³ REBOA M. (2002), *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di corporate governance*, Giuffrè, Milano.

⁷⁴ Così scrive Guido Rossi: *“Nei contratti si annida la malattia più grave del capitalismo finanziario: il conflitto di interessi. E' qui, infatti, che il rapporto contrattuale diventa essenzialmente un rapporto fiduciario di mandato, in base al quale qualcuno gestisce la proprietà e gli interessi di qualcun altro – al pari di quanto*

E' comunque utile evidenziare come il trovarsi in conflitto di interessi non è di per sé dimostrazione dell'esistenza di un comportamento scorretto; lo sfruttamento a proprio vantaggio di tale situazione va infatti tenuto distinto dalla semplice esistenza in astratto del conflitto.

Il conflitto di interessi (effetto negativo del governo societario) assume caratteristiche differenti a seconda dei modelli di struttura proprietaria a cui si fa riferimento: la letteratura più ricorrente in materia di *corporate governance* si concentra sui costi di agenzia del modello a capitale diffuso tipico delle *public company* e fa riferimento ai benefici privati derivanti dal controllo nei modelli a capitale concentrato⁷⁶.

Quindi, mentre nelle strutture proprietarie *market oriented* il conflitto viene a determinarsi nel rapporto tra azionisti e *manager*, nei modelli *bank oriented* si manifesta tra l'azionista che detiene la maggioranza dei diritti di voto, rappresentato di fatto dal *board*, e quello di minoranza, che ha interessi ed obiettivi spesso di natura maggiormente speculativa.

Di seguito verrà fornita dapprima una breve analisi giuridica del fenomeno, soprattutto a seguito della riforma del diritto societario, per poi affrontare i profili economici e aziendali dei costi di agenzia e dei benefici privati del controllo.

3.1 Una ricostruzione giuridica

Per esaminare la disciplina del conflitto di interessi e capire per quale ragione sia stata data notevole attenzione a questo fenomeno in ambito societario, occorre in *primis* ricordare il significato dell'espressione "conflitto di interessi". Essa indica la diversità di interessi di due distinti soggetti giuridici, che, in ambito societario, possono essere socio e società, oppure amministratore e società⁷⁷.

In *secundis*, occorre analizzare le norme che all'interno del nostro ordinamento disciplinano il fenomeno in esame, sia per le società non quotate, sia per quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

avviene nel sistema delle élite, anche politiche. Gradualmente, tuttavia, l'interesse personale del mandatario subentra e si sostituisce a quello del mandante, una distorsione che nei fatti sgretola l'intero sistema delle deleghe e scatena il conflitto di interessi"; ROSSI G.(2006), *Il gioco delle regole*, Adelphi, Milano.

⁷⁵ ROSSI G. (2003), *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano, pp. 21-22.

⁷⁶ Per avere un'introduzione alla teoria dei conflitti di interesse, si può utilmente consultare KRAAKMAN R.R., DAVIES P., HANSMANN H., HERTIG G., HOPT K.J., KANDA H., ROCK E.B. (2004), *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press.

⁷⁷ LAMANNA DI SALVO D. (2004), *Il conflitto d'interessi nella nuova S.r.l.*, in *Diritto & Diritti – Rivista giuridica on-line*, dicembre.

Con riferimento alle prime, il richiamo è alla riforma del diritto societario introdotta dal D.Lgs 6/2003, la quale, attraverso la riformulazione dell'art. 2391 c.c.⁷⁸, ha sancito all'interno delle S.p.A. una speciale responsabilità per i danni derivanti alla società dal comportamento omissivo o commissivo degli amministratori, dovuto a decisioni prese in contrasto con gli interessi della società stessa.

Rispetto alla precedente formulazione dell'articolo 2391, il nuovo testo prevede non tanto una regolazione del conflitto di interessi, quanto piuttosto una disciplina volta a imporre agli amministratori l'obbligo di dare notizia al Consiglio di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, possono avere in una determinata operazione.

Ricade pertanto sull'amministratore un ampio obbligo di trasparenza, visto che è chiamato sia a far emergere ogni interesse che possa accompagnare l'adozione di una decisione da parte della società, e non solo quelli che ritiene essere in conflitto con la stessa, sia a precisare natura, termini, origine e portata dell'interesse. In questo modo il Consiglio e/o il comitato esecutivo sono in grado di valutare adeguatamente le ragioni e la convenienza dell'operazione per la società, trattandosi di operazione nella quale risulta coinvolto un interesse dell'amministratore.

Al riguardo, si può evidenziare come la presenza di amministratori indipendenti all'interno degli organi amministrativi agevolati, nell'ambito delle operazioni intraprese dalla società, l'emergere degli interessi degli amministratori, che altrimenti potrebbero restare non dichiarati o non sufficientemente precisati. Ciò in quanto, per gli amministratori la cui ammissione in Consiglio è fondata proprio sulla posizione di indipendenza, il venir meno al dovere di far emergere gli interessi che possono incidere sulle scelte societarie, determina il venir meno anche del requisito di indipendenza decisivo per la loro permanenza in Consiglio⁷⁹.

Per quanto attiene invece alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, occorre richiamarsi tanto al Testo Unico della Finanza, quanto al codice civile.

⁷⁸ L'art. 2391 c.c. recita: *“L'amministratore deve dare notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia in una determinata operazione della società, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata; se si tratta di amministratore delegato, deve altresì astenersi dal compiere l'operazione, investendo della stessa l'organo collegiale, se si tratta di amministratore unico, deve darne notizia anche alla prima assemblea utile [...]”*.

⁷⁹ INIZIARI B. (2006), *La responsabilità dell'amministratore indipendente nei confronti della società e dei creditori sociali*, in AA.VV., *La responsabilità degli amministratori indipendenti*, Nedcommunity, pp. 51-67.

Il TUF, agli artt. 21 e 40, stabilisce che, sia nella prestazione di servizi di investimento sia nella gestione dei patrimoni, l'intermediario deve agire nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati. A tal fine, deve adottare idonee misure organizzative che riducano ai clienti i rischi di conflitto di interesse e, nel caso di situazioni di conflitto ineliminabili, deve assicurare ai clienti la massima trasparenza.

Dall'esame delle norme sopra menzionate si evince che, nell'ambito di attività di un intermediario finanziario, per limitare i rischi di conflitto, è necessario ricorrere a un approccio organizzativo e procedurale, ossia a un sistema di *corporate governance*, "adeguato", basato cioè su principi di trasparenza e indipendenza effettiva degli organi di controllo e di gestione⁸⁰.

Con riferimento, invece, alle disposizioni contenute nel codice civile, occorre richiamarsi all'art. 2391- bis, riguardante le operazioni con parti correlate, nel quale si prevede che "*gli organi di amministrazione, anche con l'ausilio di esperti indipendenti, adottino, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendano noti nella relazione sulla gestione*".

La Consob, per dare attuazione al dettato normativo, ha diffuso il 9 aprile 2008 un documento di consultazione sulle operazioni con parti correlate, con l'obiettivo di garantire un corretto funzionamento del mercato finanziario in una materia così delicata⁸¹.

Nel formulare questi principi la Consob ha scelto di attribuire, in linea con l'evoluzione dei sistemi di *governance*, un ruolo centrale agli amministratori indipendenti nell'intero processo delle operazioni con parti correlate, sia nella fase dell'approvazione che in quella delle trattative. Ciò in quanto il coinvolgimento di amministratori indipendenti, in possesso di specifiche competenze e professionalità legate all'attività della società, riduce le asimmetrie informative presenti negli organi di amministrazione, favorendo delle scelte consapevoli e indipendenti. L'affidamento della conduzione dell'intera operazione agli indipendenti è infatti cosa ben diversa dal dover esprimere semplicemente un parere *ex post* dinnanzi a un'operazione già definita in tutti i suoi aspetti dagli amministratori esecutivi; così operando dovrebbe rendersi più semplice il monitoraggio delle operazioni in conflitto di interesse, impedendo i conseguenti eventuali comportamenti espropriativi.

⁸⁰ DEL GIUDICE R., CAPIZZANO P. (2006), *I conflitti di interesse e la corporate governance nella valutazione del rating delle banche*, Serie Impresa e mercati finanziari n. 4, Liuc Papers n.184, gennaio.

⁸¹ Il documento e le relative osservazioni effettuate da fonti autorevoli è disponibile sul sito www.consob.it.

La procedura proposta dalla Consob dovrebbe limitare i costi di agenzia, riducendo quelli relativi al monitoraggio dell'operato degli amministratori esecutivi, dal momento che la gestione e l'approvazione delle operazioni con parti correlate sarà effettuata dagli amministratori indipendenti; la possibilità infatti di realizzare manovre espropriative nei confronti della società è più agevole quando è permesso agli amministratori interessati di sedere a entrambi i lati del tavolo del negoziato, mentre è più ardua quando a un lato del tavolo del negoziato siedono gli amministratori indipendenti⁸².

Il sistema di regole è stato, inoltre, elaborato dalla Consob in modo tale che gli amministratori indipendenti non siano sistematicamente coinvolti nella gestione corrente della società, bensì solo in singole e circostanziate operazioni rilevanti, consentendo loro di non perdere la propria indipendenza e la qualifica di “non esecutivi”⁸³.

3.2 I costi di agenzia

Come più volte rappresentato nel testo, l'*Agency Theory*, nel focalizzare l'attenzione sulla contrapposizione tra proprietà e *management*, evidenzia come questa generi dei costi c.d. di agenzia, derivanti dal conflitto che nasce tra i due soggetti coinvolti portatori di interessi non sempre coincidenti⁸⁴.

I costi di agenzia si manifestano quando colui che controlla l'impresa non ne è anche il proprietario e, quindi, non potendo godere dei diritti tipici di chi è proprietario, anziché massimizzare la ricchezza della proprietà, sarà portato a gestire l'impresa a proprio vantaggio.

⁸² Per un interessante contributo sul tema si rimanda a PLATTNER L. (2008), *Indipendenti nel CdA? Sì, ma sul serio*, www.lavoce.info, 8 maggio.

⁸³ Nel discorso del Presidente della Consob Lamberto Cardia al Mercato Finanziario del 14 luglio 2008, in riferimento alla disciplina sulle operazioni con parti correlate, si legge: “*Il ruolo degli amministratori indipendenti per la tutela della generalità degli azionisti rappresenta una sfida aperta in tutti gli ordinamenti. Valorizzare la loro funzione nelle operazioni in conflitto di interessi è obiettivo in linea con l'evoluzione dei principi internazionali di corporate governance. Convergono in questa direzione le esperienze di altri Paesi, come gli Stati Uniti, la Raccomandazione europea del 2005 sul ruolo degli amministratori non esecutivi, le scelte del Legislatore italiano e lo stesso codice di autodisciplina delle società quotate, cui non sempre è stata data un'applicazione sostanziale. È opinione della Consob che il tempestivo coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate di maggior rilievo non comporti l'assunzione di un ruolo esecutivo tale da comprometterne l'indipendenza; al contrario, esso consente di ridurre le asimmetrie informative strutturalmente presenti negli organi di amministrazione e particolarmente estese nelle operazioni con parti correlate, favorendo scelte consapevoli e orientate all'esclusivo perseguimento dell'interesse sociale. È evidente che per svolgere tali funzioni sono necessarie specifiche competenze e professionalità; requisiti che gli amministratori indipendenti devono possedere per assicurare l'autonomia di giudizio che deve effettivamente qualificare il loro ruolo*”.

⁸⁴ Core e Guay definiscono i costi di agenzia come “*i costi legati alla separazione tra proprietà e controllo all'interno dell'impresa*”; 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.

Jensen e Meckling, nel loro celebre lavoro del 1976⁸⁵, quantificano i costi di agenzia come la differenza tra il valore dell'impresa nel caso fosse controllata al 100% dai suoi *manager* e quello effettivo, ridotto a causa dei (i) costi di monitoraggio del *principal* sull'*agent* (*monitoring cost*), dei (ii) costi di cauzione (*bonding cost*) tramite i quali l'*agent* offre garanzie e rassicura il *principal* che non si comporterà slealmente e della (iii) perdita residua (*residual loss*), ovvero la perdita del valore dell'impresa che sopporta il *principal* e che deriva dalla delega data all'*agent*: tale differenza misura il costo della separazione tra proprietà e controllo⁸⁶.

La relazione contrattuale in essere tra *principal* e *agent* è caratterizzata da asimmetria informativa, dal momento che il comportamento dell'*agent* non può essere direttamente conosciuto dal *principal*, e da uno squilibrio nella distribuzione dei risultati, gravando il rischio dell'attività maggiormente sul *principal*⁸⁷. I due soggetti comunque, se da un lato sono concorrenti, essendo portatori di interessi differenti, dall'altro sono costretti a cooperare per decidere come dividere rischi e rendimenti dell'attività di impresa⁸⁸.

A prescindere dall'esito di tale cooperazione e dalla soluzione trovata dal *principal* per la ripartizione del rischio, l'*agent* cercherà comunque di massimizzare la propria utilità; anche l'introduzione di incentivi non sarà sufficiente ad evitare i comportamenti opportunistici dell'*agent*, essendo di conseguenza necessario per il *principal* l'utilizzo di risorse (*bonding cost*) per tutelarsi dai comportamenti scorretti del *management*⁸⁹.

⁸⁵ 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

⁸⁶ E' utile precisare come il problema dei costi di agenzia sia stato evidenziato in tempi molto più lontani rispetto al lavoro di Jensen e Meckling. Già Adam Smith, infatti, nel suo lavoro scriveva: "la maggior parte degli azionisti raramente pretendono di capire qualcosa degli affari della società e non se ne curano minimamente, ma si accontentano di ricevere il dividendo che gli amministratori ritengono opportuno distribuire loro. Non ci si può certo aspettare che gli amministratori (delle società per azioni) che gestiscono il denaro altrui lo sorvegliano con la stessa accurata vigilanza con cui i soci di una società privata sorvegliano il loro"; SMITH A. (1776), *On the Wealth of Nations*, Glasgow; trad. it. 1973, *La ricchezza delle Nazioni*, ISEDI, Milano, pag. 733-734.

⁸⁷ L'asimmetria informativa tra azionisti e *manager* può essere distinta in:

- *adverse selection* (selezione avversa): il *principal*, nello scegliere l'*agent*, non può fare una scelta ottimale perché non dispone di informazioni sufficienti per valutare le capacità di ogni candidato;
- *moral hazard* (azzardo morale): l'*agent* abusa della mancanza di informazioni del *principal*; se il *principal* infatti disponesse di informazioni dettagliate sul comportamento dell'*agent*, quest'ultimo non si comporterebbe in modo scorretto per paura di essere scoperto.

Sull'*adverse selection* e il *moral hazard* ARROW K. (1985), *The Economics of Agency*, in PRATT J.W., *Principals and Agents: the Structure of Business*, Harvard Business School Press, Boston.

⁸⁸ ROSSI F. (2004), *Strutture proprietarie e benefici privati di controllo*, Aracne, Roma, pp. 51-59.

⁸⁹ PILATI M. (1993), *Verso una concezione allargata della relazione d'agenzia*, in *Sviluppo e organizzazione*, n. 136.

Alla luce di quanto descritto finora, appare logico come i costi di agenzia siano particolarmente elevati proprio nelle strutture a proprietà diffusa, dove la separazione tra proprietà e controllo è massima e la convenienza nell'esercizio del controllo da parte dei singoli azionisti è bassa.

Questi, possedendo ciascuno una quota trascurabile del capitale dell'azienda, avranno poco o nessun incentivo a sorvegliare attivamente il comportamento dei *manager*, risultando la sorveglianza attiva costosa.

Nelle *public company* i benefici personali che il singolo azionista può ottenere da una migliore gestione societaria non sono infatti sufficientemente compensati dai costi che l'attività di monitoraggio del *management* comporterebbe⁹⁰.

Come correttamente viene sostenuto da Shleifer e Vishny⁹¹, soltanto gli azionisti di controllo o coloro che detengono un ammontare significativo di azioni hanno la possibilità e l'interesse a raccogliere informazioni sulla gestione delle imprese da essi controllate; attraverso l'esercizio del controllo in assemblea essi possono eleggere e rimuovere gli amministratori, e sono quindi in grado di premere sul *management* affinché orienti la gestione aziendale secondo i loro interessi.

All'interno di questi assetti proprietari, uno dei problemi più rilevanti causati dalle asimmetrie informative è il finanziamento dei progetti di investimento, a causa della difficoltà per la proprietà di assicurare che i fondi messi a disposizione dell'impresa non vengano utilizzati dal *management* per fini differenti. La scelta tra l'utilizzo di forme di finanziamento interne all'impresa o da reperire sul mercato dei capitali non è misurabile in maniera concreta da parte dell'azionariato, restando in capo al *management* la discrezionalità in tale ambito; a volte proprio il ricorso al debito rappresenta uno strumento per tutelarsi dai comportamenti del *management*, in quanto consente di ridurre da parte di questi ultimi la propensione

⁹⁰ Le iniziative degli azionisti per prendere un maggior controllo sulle imprese di cui detengono titoli, vengono definite "attivismo". Secondo il Gallino "Per l'investitore che lo pratica l'attivismo comporta dei costi. [...] al fine di ottenere che manager e dirigenti si comportino come agenti che mettono disciplinatamente in atto le sue prescrizioni, in primo luogo "creare valore per gli azionisti", l'investitore deve assumere il ruolo di un principale capace di usare costantemente nei loro riguardi il mix più efficace di compensi, minacce e punizioni. Sono tutte attività il cui effettivo esercizio comporta vari generi di costo diretto e indiretto. Un investitore è disposto ad accollarsi tali costi, detti costi di agenzia, quando possiede una quota significativa di azioni"; GALLINO L. (2005), *L'impresa irresponsabile*, Einaudi, Torino, pag. 117.

⁹¹ SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, in *The Journal of Finance*, vol. 52, n. 2, pp. 737-783.

all'utilizzo improprio dei *free cash flow*⁹² per progetti a basso rendimento attuati per finalità differenti⁹³.

Secondo Jensen i flussi di cassa disponibili, che rimangono all'impresa dopo aver finanziato con fondi propri tutti i progetti di investimento con un valore attuale netto positivo, generano costi di agenzia⁹⁴. Tali flussi dovrebbero infatti essere distribuiti agli azionisti, mentre il *management*, dal momento che la sua carriera dipende dalla dimensione dell'impresa, sarà tentato di dirottarli verso investimenti non necessariamente profittevoli, traendo un beneficio diretto dall'operazione⁹⁵.

Non potendo soffermarci sull'analisi dei vari meccanismi attraverso i quali il *management* può espropriare gli azionisti del valore generato dall'impresa, appare solo utile sottolineare come, tra gli strumenti volti a controllare l'opportunità dei *manager*, determinante risulti la figura dell'amministratore indipendente all'interno del Consiglio di Amministrazione, che può contribuire significativamente a ridurre i costi di agenzia. La sua funzione all'interno del CdA, come abbiamo visto in precedenza, è infatti proprio quella di vigilanza nei confronti degli amministratori esecutivi, al fine di evitare comportamenti volti a perseguire obiettivi personali, a scapito degli interessi sociali. I requisiti di indipendenza in questo contesto hanno la funzione di assicurare gli azionisti che gli amministratori che li posseggono non sono portatori di interessi in conflitto con il fine ultimo della società. Si può quindi asserire che gli amministratori indipendenti contribuiscono ad eliminare quella componente dei costi di agenzia rappresentata dai *bonding cost*, derivanti dall'attività dell'*agent* diretta a convincere il *principal* della bontà del suo comportamento.

⁹² Per *free cash flow* si intende il flusso di cassa disponibile per gli investitori dopo aver realizzato tutti gli investimenti necessari alla crescita. In corporate finance, “*free cash flow (FCF) is a cash flow available for distribution among all the security holders of a company. They include equity holders, debt holders, preferred stock holders, convertible security holders, and so on*”; BREALEY R. A., MYERS S. C. (1996), *Principles of Corporate Finance*, The McGraw-Hill Companies, New York, pp. 71-78.

⁹³ Per una trattazione completa dell'argomento, focalizzato sul contesto dei gruppi aziendali, si rimanda a DI CARLO E. (2007), *Governance e trasparenza del conflitto di interessi nei gruppi aziendali*, Aracne, Roma, pp. 117-183.

⁹⁴ JENSEN M.C. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers*, in *American Economic Review*, n. 76.

⁹⁵ Per un interessante studio che esamina i requisiti caratterizzanti gli amministratori indipendenti e gli effetti che tali requisiti possono produrre nel rapporto tra *management* e azionisti della società in merito al pagamento dei dividendi (analisi condotta sulle società americane dello S&P 500 tra il 2000 e il 2002) si rimanda a SHARMA D. S., SHARMA V. D. (2004), *Beyond the independence of the Corporate Board: the association between characteristics of independent directors and dividend payout*, University of Technology di Auckland.

3.3 I benefici privati del controllo

Come già anticipato ad inizio paragrafo, i costi di agenzia, che caratterizzano il conflitto di interessi nelle strutture proprietarie a capitale diffuso, risultano inferiori nei contesti a proprietà concentrata; qui l'azionista di controllo, titolare della maggioranza del capitale dell'impresa, potrà internalizzare costi e benefici della gestione aziendale, riducendo le inefficienze causate dalle asimmetrie informative⁹⁶.

Tuttavia, nei sistemi a proprietà concentrata, esistono altri costi a danno degli *outsider*, legati ai c.d. *private benefits of control*, a vantaggio dell'azionista di maggioranza e a scapito di quello di minoranza⁹⁷.

I benefici privati del controllo riguardano la possibilità di poter utilizzare le risorse derivanti dalla gestione aziendale per fini personali, e sono dunque riferibili sia ai *manager* delle *public company* sia agli azionisti di maggioranza delle imprese a capitale concentrato. In quest'ultima fattispecie la possibilità di avvantaggiarsi di tali benefici è però sicuramente maggiore, dal momento che i *manager* delle *public company* sono comunque soggetti al controllo del mercato, che li può sostituire, e a più stringenti obblighi di trasparenza.

Nelle imprese a proprietà concentrata, dunque, i proprietari controllanti possono sfruttare informazioni private in loro possesso per estrarre rendite dall'impresa e beneficiarne personalmente, sia attraverso forme di transazione con altre aziende di loro proprietà (*self dealing*), sia in termini di carriera e potere personale⁹⁸.

In generale, se nella *public company* anglosassone il conflitto è tra *manager* forti e azionisti deboli, nelle imprese degli altri paesi, il conflitto principale risulta quello tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.

⁹⁶ Una ricerca svolta nell'agosto del 2005 ha evidenziato come la concentrazione proprietaria sia efficace nella riduzione sostanziale dell'asimmetria informativa e assicura la focalizzazione del *management* sulla massimizzazione del valore azionario, a differenza di quanto riscontrato nelle aziende con forte presenza di investitori istituzionali, dove il controllo svolto sul *management* risulta scarso e non vi è una mitigazione dell'asimmetria. Lo studio mostra comunque come l'azienda a proprietà concentrata non è esente da criticità, dal momento che la riduzione del problema dell'agenzia non garantisce che gli azionisti di maggioranza agiscano per l'esclusivo beneficio aziendale; FIDRMUC J., GOERGEN M., RENNEBOOG L. (2005), *Insider Tradings, News Release and Ownership Concentration*, in Journal of Finance, Working Paper n. 93.

⁹⁷ Sui benefici privati del controllo si può vedere, tra gli altri, RAJAN R.G., ZINGALES L. (2004), *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Il Mulino, Bologna – DOIDGE C., KAROLYI G.A., LINS K.V., MILLER D.P., STULZ R.M. (2005), *Private Benefits of control, ownership, and the cross-listing decision*, NBER, March – MORO VISCONTI R. (2001), *La governance nei gruppi e nelle reti di imprese. Conflitti fra stakeholders e diffusione di valore*, ETAS, Milano – HARRIS M., RAVIV A. (1988), *Corporate Governance: Voting Rights and Majority rules*, in Journal of Financial Economics, vol. 20, pp. 203-235 – AGHION P., BOLTON P. (1992), *An incomplete contract approach to financial contracting*, in Review of Economic Studies, n. 59, pp. 473-494.

⁹⁸ “Va però distinto il caso di un controllo familiare totalitario da quello diluito: nel primo caso essendo la famiglia l'unica proprietaria non avrà modo di danneggiare altri azionisti e quindi di fatto si è in una situazione di non separazione tra proprietà e controllo”; TRENTO S. (2008), *L'impresa familiare: un reperto di antiquariato o una specificità istituzionale?*, DISA Working Paper, Università degli Studi di Trento, n. 6.

I benefici del controllo possono essere sia di natura positiva che negativa, riferendosi solo questi ultimi ai benefici privati del controllo, in quanto l'unico soggetto ad avvantaggiarsi è il soggetto economico, a danno delle minoranze⁹⁹.

I benefici positivi del controllo riguardano i vantaggi a favore di tutta l'impresa, sia quando condivisi direttamente con gli altri azionisti (come l'incremento di valore dell'azienda), sia quando a vantaggio del solo soggetto economico (prestigio ed immagine), senza comunque danneggiare le minoranze azionarie.

I benefici negativi invece sono quelli sopra definiti come *private benefits of control*, attraverso i quali avviene l'espropriazione dei soggetti esterni (*outsider*) da parte dei soggetti interni all'azienda (*insider*), grazie alla loro posizione dominante.

Tale espropriazione può assumere diverse forme; *manager* ed imprenditori infatti possono¹⁰⁰:

- limitare il proprio impegno nell'attività manageriale (*shirking*);
- utilizzare i profitti della società a vantaggio personale (*fringe benefits, overstaffing*, tangenti su acquisti o vendite aziendali a prezzi fuori mercato);
- intraprendere o abbandonare progetti in relazione al raggiungimento dei propri scopi personali, invece di mirare a massimizzare il valore economico;
- occultare *free cash flow* in azienda per utilizzarlo a compensazione di possibili perdite future dovute a errori manageriali;
- assumere rischi in eccesso o difetto rispetto a quelli ottimali;
- opporsi ad acquisizioni ostili anche quando queste si rivelino economicamente vantaggiose.

I benefici più consistenti in capo ai *manager* fanno riferimento, da un lato, alle opportunità di fare transazioni vantaggiose (per il controllante ma non per l'azienda) tra l'azienda che si governa e la società di proprietà personale del controllante e, dall'altro, alla possibilità di raggiungere uno status di prestigio (*amenity potential*), potendo entrare a pieno titolo a far parte dell'*establishment* del Paese nel quale la società opera¹⁰¹.

⁹⁹ DI CARLO E. (2007), *Governance e trasparenza del conflitto di interessi nei gruppi aziendali*, Aracne, Roma, pp. 145-150.

¹⁰⁰ LAZZARI V. (2001), *Corporate Governance: fondamenti, aspetti controversi e prospettive future*, in *Economia & Management*, 3, pag. 73.

¹⁰¹ I benefici privati possono riguardare la possibilità di incontrare politici e personalità di potere, potendo scambiare favori anche tramite i processi tipicamente clientelari; si possono avere dei benefici privati nel trasferire il carico fiscale dalla holding personale alle aziende controllate o costruendo relazioni dirette con le banche per avere credito a condizioni più favorevoli. Ulteriore beneficio privato può essere l'accesso ai mass media, che permette un utilizzo a proprio favore dei canali informativi a grande divulgazione.

L'ammontare di benefici privati usufruibili dal controllante dipende, sinteticamente, dalle norme poste a tutela degli azionisti di minoranza¹⁰² ma, più in generale, dal grado di concorrenza nel mercato nel quale l'impresa opera: inferiore è la pressione concorrenziale maggiore sarà per il controllante la possibilità di perseguire i propri interessi e scaricarne il costo gestionale sull'impresa¹⁰³. Da alcuni studi che hanno tentato di misurare l'entità delle espropriazioni a danno degli azionisti di minoranza, emerge come in vari paesi dell'Unione Europea vi sia un livello significativo di benefici privati del controllo nelle società quotate, e come in Italia il fenomeno sia molto presente¹⁰⁴.

Un beneficio privato peculiare del caso italiano, in riferimento alle imprese di tipo familiare, è quello connesso al mantenimento del controllo dell'impresa all'interno della famiglia attraverso il trasferimento alle generazioni successive, anche quando sarebbe preferibile un'apertura verso l'esterno del capitale¹⁰⁵.

Infatti, in presenza di benefici privati cospicui il fondatore, di fronte all'alternativa tra lasciare ai propri figli quote di proprietà non di controllo o tramandare direttamente il controllo dell'azienda, sceglierà questa seconda soluzione¹⁰⁶. In questo modo assicurerà loro gli alti benefici privati oltre che il semplice patrimonio rappresentato dal valore di mercato delle quote di proprietà dell'azienda¹⁰⁷.

¹⁰² La tutela degli azionisti di minoranza non deve essere vista come la tutela solamente di "vecchiette" e pensionati, ma di tutti gli azionisti non di controllo, come possono essere lo Stato o investitori istituzionali in grandi società. Se la legge offre una buona protezione ai piccoli azionisti, può essere attivato un circuito virtuoso che facilita il finanziamento attraverso il capitale di rischio per le imprese, altrimenti costrette a reperire le fonti attraverso il credito bancario. Per tale motivo la tutela delle minoranze azionarie non deve essere inquadrata come un problema di equità, bensì di efficienza, dal momento che la loro tutela permette uno sviluppo armonico del mercato finanziario, fondamentale per la crescita dell'intero sistema economico; BORTOLOTTI B., SINISCALCO D. (2001), *Importare la Corporate Governance?*, Università di Torino.

¹⁰³ I metodi che sono stati studiati per poter procedere a delle stime dei benefici privati del controllo sono sostanzialmente due: il *voting premium* e il *block premium*. Il primo va a considerare la differenza tra azioni ordinarie e azioni di risparmio, mentre il secondo analizza la differenza tra un pacchetto azionario consistente per esercitare di fatto il controllo ed il prezzo di borsa delle azioni ordinarie nel momento in cui viene annunciata la transazione. Per il relativo approfondimento si rimanda a ROSSI F. (2004), *Strutture proprietarie e benefici privati di controllo*, Aracne, Roma, pag. 88 e seguenti.

¹⁰⁴ Sull'argomento si può vedere DYCK A., ZINGALES L. (2004), *Private Benefits of control: an international comparison*, *The Journal of Finance*, vol. 59, pp. 537-573 – SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, in *The Journal of Finance*, vol. 52, n. 2, pp. 737-783 – NENOVA T. (2003), *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 68, pp. 325-351.

¹⁰⁵ CASELLI F., GENNAIOLI N. (2003), *Dynastic Management*, CEPR Discussion Paper n. 3767.

¹⁰⁶ TRENTO S. (2008), *L'impresa familiare: un reperto di antiquariato o una specificità istituzionale?*, DISA Working Paper, Università degli Studi di Trento, n. 6.

¹⁰⁷ E' opportuno qui evidenziare come anche all'interno delle proprietà familiari possa nascere e svilupparsi la problematica relativa ai costi di agenzia. Ad esempio, quando l'impresa cresce e inserisce dei non familiari in posizione di responsabilità, o quando la sua configurazione diventa più complessa e articolata, possono venire a crearsi, accanto ai soci familiari gestori, anche sei soci familiari non gestori, assimilabili agli azionisti di minoranza. In tali situazioni, talvolta, non sarebbe tanto l'egoismo del socio gestore a dare origine a

In chiusura di paragrafo, appare superfluo ribadire i vantaggi che la presenza di amministratori indipendenti all'interno del CdA può apportare nella riduzione degli effetti distorsivi del conflitto di interessi; preme qui solo sottolineare come, a parere di chi scrive, mentre è indubbia l'efficacia dell'indipendente nel contrastare i problemi di agenzia tipici delle *public company*, il suo contributo nella riduzione dei benefici privati del controllo nelle imprese a capitale concentrato (soprattutto se di tipo familiare) può risultare a volte inferiore, a causa della posizione di estrema forza dell'azionista di controllo rispetto alle minoranze, che può condizionare gli indipendenti presenti all'interno del CdA¹⁰⁸.

Di conseguenza anche nelle società a controllo pubblico, oggetto di studio del prossimo capitolo, dove è ravvisabile la posizione di forza dell'azionista di controllo rispetto agli altri, si vedrà come la figura dell'indipendente, ancorché necessaria, potrà a volte risultare insufficiente a tutelare gli interessi, anche pubblici, in gioco.

4. I meccanismi di controllo a tutela delle minoranze

In chiusura di questo capitolo appare utile presentare un quadro degli strumenti indirizzati al controllo dell'opportunità manageriale, anche se, come richiamato diverse volte nel testo, tali strumenti non saranno sufficienti da soli ad eliminare la presenza del fenomeno, ma potranno verosimilmente attenuarlo.

Gli sforzi di studiosi e policy-maker si sono concentrati per decenni su diverse aree di intervento, individuando dei meccanismi più o meno condivisi in grado di ridurre la possibilità di comportamenti opportunistici da parte dei *manager*.

Ogni autore propone delle proprie classificazioni, enfatizzando l'uno o l'altro strumento, a seconda delle personali convinzioni sulla reale efficacia di determinati comportamenti.

Tali strumenti possono essere così sintetizzati:

comportamenti che prevaricano gli interessi della proprietà tutta, quanto piuttosto una sorta di altruismo nei confronti di alcuni familiari, che impedirebbe ad esempio al capo azienda di contrastare fenomeni quali la carriera di familiari inadatti, l'attribuzione di remunerazioni non correlate alle performance; NEDCOMMUNITY (2006), *Gli amministratori indipendenti nelle imprese familiari*, giugno.

¹⁰⁸ Uno studio condotto nel 2003 su 100 società australiane (scelte in quanto in Australia, a seguito del collasso di alcune note società pubbliche, risultava cresciuta l'esigenza di valorizzare all'interno delle società la pratica della "corporate governance"), ha messo in evidenza, tra l'altro, come maggiore sia la concentrazione delle azioni minore risulti la componente indipendente all'interno dei CdA; KANG H., CHENG M., GRAY S.J. (2007), *Corporate Governance and board composition: diversity and independence of Australian boards*, in *Corporate Governance*, vol. 15, n. 2, pp. 194-207.

- mercato per il controllo societario;
- maggiore concentrazione proprietaria, in modo da incrementare l'impegno dei *manager* nei confronti dell'impresa da gestire;
- allineamento di interessi tra *manager* e azionisti, legando almeno in parte i compensi ai risultati aziendali;
- interventi di carattere giuridico-legale¹⁰⁹, con la possibilità per gli azionisti di rivolgersi alle istituzioni giudiziarie per vedersi riconosciuti il diritto ad un comportamento del *management* in linea con i propri interessi;
- presenza di amministratori indipendenti all'interno degli organi decisionali;
- pressione degli investitori istituzionali nell'indirizzare correttamente le attività del *management*;
- reputazione dei *manager*;
- strutture finanziarie in grado di ridurre la disponibilità di *free cash flow* in capo ai *manager*;
- adeguata informativa verso gli investitori e verso il mercato, in modo da poter permettere delle valutazioni corrette sull'operato dei *manager*.

Molti degli strumenti qui rappresentati sono già stati oggetto di analisi in varie parti del testo, anche se in forma sintetica, e per economia di trattazione si evita in questa sede un ulteriore approfondimento.

Riguardo alla capacità del mercato di fungere da strumento per il controllo societario, descritta nel paragrafo 2.1 del capitolo 1 in riferimento alla public company, si vuole qui

¹⁰⁹ Risulta utile ricordare al riguardo il provvedimento adottato dall'amministrazione Bush a seguito degli scandali finanziari a tutti noti, denominato *Sarbanes-Oxley Act*, che ha previsto modifiche normative in materia di consulenze e di revisione contabile delle società quotate in borsa. Sinteticamente, le modifiche hanno riguardato:

- la creazione di un *board* indipendente che si occupi del monitoraggio delle società di revisione;
- la separazione dell'attività di consulenza da quella di revisione;
- la certificazione da parte del senior *corporate management* della veridicità del bilancio annuale e delle relazioni finanziarie della società quotata;
- la *full disclosure* delle transazioni *off-balance sheet* (non iscritte in bilancio) e di altre obbligazioni che possono influenzare o mistificare le condizioni finanziarie della corporation;
- la concessione di maggiori finanziamenti alla SEC (*Securities and Exchange Commission*).

Gli elementi individuati necessari di correttivi sono stati: la contabilità, i conflitti d'interesse (creazione di incompatibilità) e l'aumento dei fondi alla SEC. L'unico cambiamento di diritto sostanziale è stato quello riguardante le incompatibilità, in quanto le altre previsioni costituiscono un semplice rafforzamento di norme già esistenti; CAMMARATA S. (2002), *Interventi del Sarbanes-Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi*, Luiss Guido Carli, dicembre.

evidenziare come tale tipo di meccanismo, anche se ampiamente sostenuto da molti, abbia mostrato dei limiti evidenti.

Si è assistito infatti al diffondersi di varie pratiche in grado di neutralizzare (o rendere eccessivamente onerose) le scalate ostili al *management*, riducendo di fatto la capacità del mercato di agire come elemento di controllo esterno all'impresa. Tra i vari strumenti adottati dal *management* si possono ricordare le “*poison pills*” (pillole avvelenate), consistenti in onerosi esborsi di risorse finanziarie da parte del nuovo proprietario, in grado di rendere in vario modo complicata la possibilità di scalata¹¹⁰.

Con l'utilizzo delle *greenmail*, invece, i manager hanno la possibilità di agire direttamente sul mercato, acquistando azioni dell'impresa, riducendo il numero di quelle a disposizione di chi lancia l'OPA e provocando un aumento immediato del valore del titolo¹¹¹. Altra pratica frequente è quella del ricorso al cavaliere bianco, ovvero un investitore collegato al *management*, che decide di concorrere con una scalata parallela e contemporanea a quella ostile. Infine si possono ricordare i *golden parachutes*, paracaduti dorati per il *management* che si garantisce delle elevate ricompense in caso di un'eventuale perdita del lavoro.

Di seguito, appare opportuno fornire alcuni elementi in merito a due degli strumenti maggiormente dibattuti in dottrina e di particolare interesse a parere di chi scrive: le *stock option* e la presenza degli amministratori indipendenti negli organi decisionali.

4.1 L'allineamento degli interessi attraverso i compensi legati alle performance

Una pratica sempre più adottata allo scopo di raggiungere un'efficace gestione societaria, in grado di ridurre i problemi derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo, consiste nella politica di retribuzione del management.

La risposta alla provocatoria domanda di Smith sul “*perché aspettarsi che un gruppo di soggetti dovessero spingere per una massimizzazione del valore da cui non avrebbero tratto*

¹¹⁰ Secondo Monks e Minow le pillole avvelenate costituiscono una minaccia per il *raider* in quanto possono comportare un depauperamento dell'impresa acquisita nel momento in cui il vecchio *management* può esercitare il diritto a portare con se stabilimenti, benefit o altri asset di valore; MONKS R., MINOW N. (2004), *Corporate Governance*, Blackwell Publishing, Oxford. Per contributi sull'argomento BRICKLEY J.A., COLES J.L., TERRY R.L. (1994), *The board of directors and the enactment of poison pills*, in *Journal of Financial Economics*, n. 35, pp. 371-390 – DANIELSON M.G., KARPOFF J.M. (2006), *Do pills poison operating performance?*, in *Journal of Corporate Finance*, n. 12, pp.536-559.

¹¹¹ Uno studio significativo sul meccanismo delle *greenmail* è quello di KOSNIK R.D. (1987), *Greenmail: a study of Board performance in Corporate Governance*, in *Academy of Management Journal*, vol. 32, pp. 163-187.

benefici diretti” porta all’introduzione di meccanismi di retribuzione legati alla performance di impresa¹¹².

La composizione del pacchetto retributivo può infatti migliorare la performance del management, soprattutto se si compone di una parte variabile agganciata al raggiungimento di determinati obiettivi di medio e lungo termine.

Lo strumento delle *stock option* come meccanismo di incentivazione del management e le implicazioni in termini di ripercussioni sulla *governance*¹¹³ rappresentano un’area di indagine molto battuta nell’economia aziendale. Se da un lato è stata analizzata la capacità di tale meccanismo di migliorare il rapporto conflittuale tra *principal* e *agent*, riducendo i costi di agenzia¹¹⁴, dall’altro le critiche sollevate sulla reale bontà dello strumento, ritenuto spesso concausa dei diversi scandali finanziari, sono state notevoli.

Anzitutto si possono definire le *stock option* come lo strumento finanziario tramite il quale un soggetto (beneficiario o *holder*) acquisisce il diritto, ma non l’obbligo, di acquistare un determinato titolo ad un prezzo già fissato (prezzo di esercizio o *strike price*) entro una certa data. Sostanzialmente le *stock option* sono del tutto simili alle opzioni *call* trattate sul mercato, ma hanno la particolarità di essere offerte a coloro che determineranno (tramite le loro politiche di *management*) il futuro prezzo delle azioni (i *manager*). Nel periodo di *vesting* (tempo intercorso tra l’attribuzione delle *stock option* e il termine per esercitarle) i *manager* avranno dunque tutto l’interesse a raggiungere determinati obiettivi, agendo in “*un’ottica di lungo periodo e di massimizzazione della ricchezza degli azionisti*”¹¹⁵.

Affinché il sistema alla base di queste politiche funzioni, sarebbe poi necessario che struttura e modalità di attribuzione di tali incentivi vengano predisposte da un apposito comitato per le remunerazioni composto da amministratori indipendenti.

In Italia, l’introduzione di piani di incentivazione azionaria è iniziata verso la fine degli anni novanta, proprio quando paradossalmente dottrina e opinione pubblica ne

¹¹² Sul tema della retribuzione del top- *management* attraverso le *stock option* si suggerisce CATUOGNO S. (1998), *L’esperienza contabile internazionale sulle stock-options come strumento di retribuzione degli alti dirigenti*, CEDAM, Padova – AIROLDI G., ZATTONI A. (2001) (a cura di), *Piani di Stock-Options, progettare la retribuzione del top management*, EGEA, Milano.

¹¹³ LARCKER D.F., RICHARDSON S.A., TUNA A.I. (2007), *Corporate Governance, accounting outcomes and organizational performance* in Accounting Review, October.

¹¹⁴ SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, in The Journal of Finance, vol. 52, n. 2, pp. 737-783.

¹¹⁵ BETTY R.P., ZAJAC E.J. (1994), *Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: a study of executive compensation, ownership and board structure in initial public offering*, in Administrative Science Quarterly, n.39, pp. 313-335.

mettevano in discussione l'efficacia negli Stati Uniti, dove l'applicazione era stata più estesa. Il dibattito sul tema degli incentivi legati alle performance, enfatizzato anche a seguito dei grandi scandali contabili nazionali ed internazionali, non ha mancato di coinvolgere il nostro Paese¹¹⁶, provocando tra l'altro il recente intervento della Consob, che ha espressamente regolamentato l'informativa da fornire in tema di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori¹¹⁷.

In aggiunta all'informativa prevista dalla Consob di comunicazione al mercato nei quindici giorni antecedenti la decisione dell'assemblea sui piani di incentivazione, l'impresa ha anche il dovere di fornire una costante informativa fino alla scadenza dello strumento¹¹⁸.

Un recente studio evidenzia come il ricorso a piani *option-based* nelle società quotate italiane non costituisca ancora una prassi aziendale consolidata, a differenza dei paesi di cultura anglosassone¹¹⁹; siamo comunque in presenza di una crescente diffusione di questo strumento, anche se appare ancora limitato alle sole figure di alto vertice della direzione (e non all'intera popolazione aziendale) e per società di dimensioni molto grandi.

Lo strumento delle *stock option*, anche se può essere valido nel fornire un incentivo al *management* nel raggiungimento di determinati obiettivi, presenta comunque dei limiti. Anzitutto, il prezzo delle azioni non è il risultato diretto del comportamento dei *manager*, bensì risulta spesso soggetto a numerosi fattori che ne condizionano l'andamento, molti dei quali legati più alla sfera emotiva dell'investitore che ai risultati effettivamente conseguiti

¹¹⁶ Per una *review* della letteratura sul tema si rimanda a IZZO M.F., MAGNANELLI B.S.(2008), *Stock options e piani di incentivazione. Lo stato dell'arte nel mercato delle società quotate italiane*, AIDEA Giovani, 29-30 maggio, Palermo.

¹¹⁷ L'art. 114-bis del TUF, inserito dalla Legge 262 del 2005 e poi modificato dal d.lgs. 303 del 2006, prevede che "i piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, ovvero di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori di altre società controllanti o controllate sono approvati dall'assemblea ordinaria dei soci". L'emittente deve mettere a disposizione del pubblico la relazione con le informazioni concernenti: (a) le ragioni che motivano l'adozione del piano; (b) i beneficiari; (c) le modalità e le clausole di attuazione del piano; (d) l'eventuale sostegno della L. 350/03; (e) le modalità per la determinazione dei prezzi per la sottoscrizione o per l'acquisto delle azioni; (f) i vincoli di disponibilità gravanti sulle azioni ovvero sui diritti di opzione attribuiti.

¹¹⁸ SABBATINI R. (2007), *Stock option, stretta Consob*, Il Sole 24 ore, 27 febbraio.

¹¹⁹ Viscogliosi e Zattoni, indagando un campione di 123 società industriali quotate, hanno rilevato come solo il 40% delle aziende abbia implementato un Piano di *stock option* nell'ultimo quadriennio, contro il 57% degli Stati Uniti ed il 45% della Gran Bretagna. L'elemento interessante dell'indagine riguarda la correlazione positiva rinvenuta tra dimensione di impresa e ricorso ai Piani di *stock option*: tale fattore supporta la tesi secondo cui "l'esigenza di ricorrere a forme di incentivazione azionaria è maggiore nelle imprese di grandi dimensioni, poiché in esse è più difficile allineare i vari interessi individuali ai fini istituzionali dell'impresa"; VISCOGLIOSI B., ZATTONI A. (2008), *La diffusione dei piani di stock option in Italia – situazione attuale e prospettive future*, in *Economia & Management*, n. 1, pp. 69-89.

dall'impresa; inoltre, l'utilizzo delle *stock option*, può influire sull'orizzonte temporale di azione del *management*: dal momento che i benefici legati alle *stock option* possono essere ottenuti nel breve periodo, ciò potrebbe indurre i *manager* ad agire secondo un orizzonte temporale minore, senza curarsi effettivamente delle conseguenze sulla creazione del valore per l'impresa nel lungo termine¹²⁰.

L'abuso di questa forma di remunerazione ha mostrato tutti i suoi limiti nel momento in cui, imprese che per anni avevano visto ridursi il proprio valore di mercato, hanno elargito comunque compensi elevatissimi ai manager che li avevano condotti in tali situazioni di dissesto, a scapito degli azionisti e delle varie tipologie di creditori sociali; basti pensare ad alcune imprese pubbliche, dove, nonostante le pessime performance raggiunte dai vertici aziendali, questi si sono visti riconosciuti dei benefici monetari e buoni uscite sproporzionati rispetto all'attività prestata.

Ciò ha portato a quello che comunemente viene contestato alle grandi imprese, cioè aver generato un forte squilibrio tra la remunerazione del top *management* e quella dei dipendenti delle imprese, con i conseguenti problemi di natura sociale e motivazionale.

4.2 L'amministratore indipendente come strumento a tutela delle minoranze

E' ormai tendenza crescente nella comunità scientifica e finanziaria vedere gli amministratori indipendenti come uno dei principali strumenti, se non il principale, a garanzia di possibili abusi del *management* e degli azionisti di controllo; essendo affidato al Consiglio di Amministrazione il compito principale di controllare l'operato del *management*, solo gli amministratori indipendenti potranno effettivamente essere degli efficaci controllori¹²¹.

Abbiamo visto come la giustificazione dell'esistenza di amministratori in possesso di determinati requisiti di indipendenza sia da rintracciare in regole economiche ben precise,

¹²⁰ Occorre anche tenere presente come le diverse forme di incentivo, sia per il management sia per altre categorie di dipendenti, non sempre conducono ai risultati sperati. Come evidenzia lo Zamagni "Gli incentivi generano effetti diretti ed indiretti. I primi sono quelli che intervengono sull'interesse proprio dell'agente; i secondi quelli che influenzano il suo sistema motivazionale, ad esempio il suo atteggiamento verso il lavoro. La lacuna – certo di non poco conto – della teoria principale-agente è quella di dimenticare totalmente la dimensione motivazionale che gli incentivi sempre si portano addosso.

Gli studi empirici, che sono ormai schiera, mostrano come gli incentivi monetari riducano sensibilmente il comportamento da "corporate citizenship", perché trasformano il contratto di lavoro da "scambio sociale" a "scambio di mercato"; ZAMAGNI F. (2003), *L'impresa socialmente responsabile nell'epoca della globalizzazione*, in POLITEIA, XIX, 72, pp. 28-42.

¹²¹ BHAGAT S., BLACK B. (2001), *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, in Journal of Corporation Law, vol. 27, pp. 231-274.

attinenti principalmente al tema degli assetti proprietari, e a fenomeni quali le asimmetrie informative e i costi che queste generano nei rapporti tra gli attori economici.

Anche secondo la Commissione europea¹²², il ruolo degli amministratori indipendenti risulta fondamentale sia nelle società ad azionariato diffuso, dove il problema principale è di rendere il *management* responsabile di fronte ad una platea di azionisti dispersi, sia in quelle a proprietà concentrata, dove il problema è garantire che la gestione societaria tenga conto anche degli interessi dei piccoli azionisti. Il loro contributo risulta particolarmente utile e determinante in quanto, a differenza dei creditori o dei revisori contabili, questi fanno parte del Consiglio di Amministrazione, e possono quindi avere una visione più ampia sulla gestione aziendale, in grado di prevenire meglio eventuali conflitti di interesse da parte di amministratori esecutivi e azionisti di controllo ai danni degli azionisti di minoranza. Tale aspetto ha un'importanza particolare in un paese come l'Italia, dove il fenomeno dell'espropriazione a danno degli azionisti di minoranza è molto presente e dove la carenza di investimenti in capitale di rischio risulta una delle cause principali del numero limitato di società quotate nella Borsa Italiana¹²³. Attraverso un “*vigorous sistema di corporate governance*”¹²⁴ è dunque possibile prevenire l'espropriazione dei diritti degli azionisti da parte del *management* e degli azionisti di controllo.

Nel corso della trattazione del presente capitolo si è cercato di evidenziare la funzione e il ruolo più o meno importante che gli amministratori indipendenti sono chiamati a svolgere a garanzia della buona gestione societaria, mettendo in luce, quando possibile, i limiti all'interno dei quali va collocata la figura in esame.

¹²² Cfr. la già sopra presentata Raccomandazione della Commissione del 15 febbraio 2005

¹²³ SANTELLA P., PAONE G., DRAGO C. (2006), *Il ruolo degli amministratori indipendenti delle società quotate: un confronto della disciplina italiana con i recenti orientamenti della Commissione Europea*, in Quaderni di Notariato, n. 17, Ipsoa.

¹²⁴ ECKBO E. (2005), *Strong Insiders Invite Weak Governance*, Financial Times, 19 maggio.