

Considerazioni introduttive

Nel presente capitolo, dopo aver fornito un'introduzione sul tema della *corporate governance*, già ampiamente dibattuto all'interno del contesto delle società a partecipazione pubblica, si presenteranno alcune riflessioni sul processo di privatizzazione avvenuto a livello europeo, utili per meglio contestualizzare il tema di riferimento.

Successivamente l'analisi verterà sulla figura dell'amministratore indipendente, così come introdotta nel capitolo precedente, inquadrandola nel contesto delle società a controllo pubblico. Qualora non espressamente indicato, ogni riferimento sarà alle società quotate, dove la figura dell'amministratore indipendente è espressamente prevista dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana.

Verrà poi presentato uno studio effettuato su un campione di società quotate a partecipazione pubblica (sia dallo Stato che da enti territoriali), volto ad indagare il funzionamento di questo particolare tipo di società, analizzando sia alcuni elementi di *corporate governance* ritenuti particolarmente significativi, sia studiando nello specifico le competenze e la professionalità dei membri del CdA.

Infine, in chiusura di capitolo, verranno offerte alcune considerazioni personali derivanti dall'applicazione delle teorie sulla *corporate governance* introdotte nel capitolo 1 al contesto delle società pubbliche analizzate nell'indagine, utili per proporre alcuni spunti di riflessione per future ulteriori analisi.

1. La corporate governance nelle società a partecipazione pubblica

Il tema della *corporate governance*, quando si analizza il contesto delle società a partecipazione pubblica, presenta delle caratteristiche peculiari e degli aspetti suoi propri, in virtù del differente contesto di riferimento.

Abbiamo già dibattuto ampiamente nel Capitolo 1 le definizioni di *corporate governance*, presentando le varie impostazioni e le differenti visioni teoriche. In riferimento al contesto delle società a partecipazione pubblica, operanti nella maggior parte dei casi in settori ex-monopolistici o di particolare interesse sociale, le strutture di *governance* delle imprese dovrebbero rispondere al triplice interesse di:

- tutelare l'azionista pubblico e l'interesse pubblico in generale;
- assicurare la trasparenza dell'azione amministrativa ed il rispetto della legalità;
- garantire una ripartizione dei poteri all'interno delle strutture societarie tale da equilibrare i poteri dei diversi organi o soggetti.

L'impresa pubblica, soprattutto quando quotata come nel nostro caso di studio, deve impegnarsi nello sviluppare delle prassi tali da garantire una tutela maggiore dei molteplici interessi in gioco, proprio in virtù del suo peculiare assetto proprietario.

L'equilibrio che è necessario garantire tra la funzione di indirizzo politico, in capo al soggetto pubblico proprietario, e la funzione di natura imprenditoriale, è particolarmente complesso, proprio per la molteplicità di ruoli, non sempre facilmente separabili, che l'ente di riferimento esercita. La quotazione in borsa poi modifica significativamente la relazione tra proprietà e controllo. L'azionista perde infatti la sua veste compatta a causa dell'apertura del capitale ad altri soggetti portatori di una pluralità di interessi.

Agli interessi del soggetto pubblico si aggiungono perciò quelli di altri soggetti che, per diverse motivazioni, decidono di partecipare al capitale delle imprese quotate. Tali soggetti possono essere raggruppati in tre classi¹:

- *azionisti finanziari*, investitori istituzionali e piccoli risparmiatori interessati alla valorizzazione dell'investimento;
- *azionisti industriali*, interessati a condividere e indirizzare il progetto imprenditoriale;
- *azionisti portatori di altri interessi*, quali dipendenti, fornitori, clienti ecc.

¹ PIVATO S., GILARDONI A. (2000), *Elementi di economia e gestione delle imprese*, EGEA, Milano.

L’allargamento e la differenziazione della base azionaria complica ulteriormente la relazione tra proprietà e controllo, rendendo necessaria la composizione di interessi diversi e sollevando il problema di scelta di una struttura di governo coerente con la molteplicità di istanze di cui gli *stakeholder* sono portatori².

Anche a seguito dell’eventuale quotazione, quando la proprietà di un’impresa resta comunque in capo ad un soggetto pubblico, al quale viene attribuito il ruolo di “proprietario controllore”, diventa più complesso analizzare il rapporto tra i diversi soggetti di governo, essenzialmente per due ragioni.

In primo luogo, in questa impostazione, lo Stato non deve essere visto come l’ultimo proprietario dell’impresa, bensì come l’agente degli ultimi proprietari, ovvero i cittadini. Ciò comporta un amplificarsi del problema classico dell’agenzia, dal momento che non è più il *management* ad essere il soggetto da controllare da parte dell’azionista *principal*, bensì è l’azionista stesso a dover essere controllato, da parte questa volta del cittadino, che non ha necessariamente gli stessi strumenti e i poteri per esperire al meglio tale forma di controllo³.

Gli obiettivi che può essere incentivato a perseguire il soggetto pubblico, nell’ambito della sua gestione, possono deviare considerevolmente da quelli dei cittadini proprietari, dando luogo a forme ben note di corruzione, collusione e conflitti di interesse; questi ultimi sono generati anche dalla circostanza che lo Stato è chiamato a fronteggiare molteplici situazioni differenti e complesse, essendo contemporaneamente soggetto regolatore e controllore delle leggi, ed occupandosi di tutta una serie di situazioni per loro natura in conflitto con la sua posizione (come il tema dell’occupazione, della regolamentazione del sistema bancario, ecc.). In questo caso è il soggetto pubblico stesso a nominare il *management*, e non l’azionista ultimo⁴, venendo quindi meno anche la forma di controllo naturale sul *management* tipico delle società private a capitale concentrato, visto che l’interesse dell’*agent* non necessariamente è quello di garantire performance elevate della società, rimuovendo se necessario il *manager* incapace, bensì appropriarsi lui stesso dei benefici privati del controllo descritti in precedenza, mantenendo il potere che autoalimenta la sua posizione. Qualora fosse

² CRISTOFOLI D., ZERBINI F. (2002), *Privatizzazioni e corporate governance*, in *Economia & Management*, n. 6.

³ CLAESSENS S., FAN J. (2002), *Corporate Governance in Asia: a Survey*, in *International Review of finance*, 3:2, pp. 71-103.

⁴ In un’interessante intervista a Vittorio Mincato, sull’interferenza della politica nell’attività delle imprese private, si legge: “I manager privati possono farsi scudo con la necessità di ottenere un determinato rendimento dall’investimento dei loro azionisti. Dobbiamo mettere i manager pubblici in condizione di fare altrettanto. Certo, quelli che sanno farsi rispettare lo fanno anche oggi. Ma dipende da come sono arrivati a quella posizione, se ci sono arrivati per meriti “politici” o per merito *tout court*”; *Il Sole 24 ore*, 27 settembre 2008, pag. 18.

possibile la costruzione di un unico “*grand contract*”⁵ tra gli attori del sistema, il problema dell'opportunismo di coloro che operano come *manager* nelle società pubbliche potrebbe essere risolto, almeno parzialmente, attraverso un adeguato sistema di incentivi espliciti, in grado di guidare il loro comportamento verso la massimizzazione del benessere sociale⁶.

In secondo luogo, diversi sono i livelli di governo che possono controllare le partecipazioni azionarie delle società, generando possibilità di commistione tra schieramenti politici coincidenti o meno, che conducono spesso ad una gestione clientelare e poco trasparente delle società controllate, soprattutto quando queste non sono quotate nei mercati regolamentati ed il loro capitale non è aperto all'esterno. Incentivi e obiettivi dei due livelli di governo possono poi non necessariamente convergere, generando conflittualità nell'indirizzo strategico e di *management* da attribuire ai vertici societari.

In ultima analisi, non sempre è facile interpretare le relazioni tra proprietà e *performance* di società che sono inserite all'interno di particolari contesti di pubblica utilità, dove strutture istituzionali e risultati attesi sono differenti da quelli di imprese che operano in mercati concorrenziali e competitivi.

Proprio per le ragioni fin qui esposte appare determinante la presenza di soggetti indipendenti all'interno degli organi di governo delle società a partecipazioni pubblica, in grado di equilibrare, quando effettivamente indipendenti, una situazione di eccesso di potere in capo agli *agent* pubblici, a vantaggio del cittadino *principal*.

Trattando dell'attività di gestione e del rapporto tra impresa ed ente controllore, si rilevano due aree di particolare interesse⁷:

- la *governance* e l'attività di indirizzo strategico da parte dell'ente;
- le leve a disposizione dell'ente stesso per la gestione delle partecipazioni e gli strumenti in possesso per la direzione ed il controllo sulle aziende controllate.

⁵ Quello che in letteratura viene definito *grand contract design* si fonda sul presupposto che *principal* ed *agent* possano stipulare un contratto completo, onnicomprensivo ed eseguibile, in grado di disciplinare adeguatamente gli accordi, le azioni ed i comportamenti di tutti coloro che sono coinvolti nello scambio all'interno dell'organizzazione per tutti i possibili futuri stati del mondo. Se viene però riconosciuta l'importanza dei costi di transazione che derivano dalla *bounded rationality* degli individui, dalla presenza di costi di comunicazione all'interno delle organizzazioni e dalla difficoltà a garantire l'*enforcing* di tutti i contratti, l'ipotesi di un unico *grand contract* appare inadeguata a rappresentare il tipo di accordi e di relazioni che si sviluppano all'interno delle organizzazioni.

⁶ MECCHERI N. (2002), *La struttura e il funzionamento del governo e della Pubblica amministrazione come "nexus" di contratti*, in *Economia Politica* (Le Edizioni del Mulino), n. 3.

⁷ ELEFANTI M., CERRATO D. (2008), *La governance delle imprese pubbliche locali*, Università Cattolica del Sacro Cuore.

Se da un lato l’esercizio della funzione di indirizzo potrebbe comprimere eccessivamente l’autonomia aziendale, subordinando la logica economico-aziendale a quella strettamente “politica”, dall’altro può accadere che l’azienda, sfruttando l’asimmetria informativa in suo possesso, si avvantaggi adottando comportamenti opportunistici ed esautorando di fatto l’ente stesso del suo potere di indirizzo⁸. Se il primo rischio è maggiore nel caso di aziende pubbliche di piccole dimensioni, dove è più facile una carenza di competenze manageriali, la seconda ipotesi è più presente nelle imprese di maggiore dimensioni, dove può concretizzarsi un’eccessiva concentrazione di potere nelle mani del *management*, non adeguatamente bilanciata dall’effettivo esercizio di poteri di indirizzo e controllo da parte dell’ente.

Nell’ottica di tutela dell’interesse pubblico e del ruolo di cittadino azionista, assume un’importanza fondamentale la prospettiva del CdA come “luogo” politico, all’interno del quale viene attuata un’attività di negoziazione e composizione dei vari interessi in gioco tra gli *stakeholder*, sia interni che esterni all’azienda⁹. Proprio il ruolo del CdA come organo di riferimento collegiale del lungo periodo giustifica e richiede una duplice connotazione dello stesso: sia un atteggiamento omogeneo in termini decisionali, sia un atteggiamento plurale e differenziato come apporto di competenze; è in questa visione che trovano la loro giustificazione, anche nei CdA di società a partecipazione pubblica, la presenza di amministratori indipendenti, portatori di autonome e distintive competenze all’interno del Consiglio.

A seguito della riforma del diritto societario, preme qui fornire un accenno in riferimento agli effetti sulla *corporate governance* delle società pubbliche provocati dalla norma sui gruppi di società; nel Codice Civile, all’art. 2497 *sexies e septies*, si prevede che “*ai fini di quanto previsto del presente capo, si presume salvo prova contraria che l’attività di direzione e coordinamento di società sia esercitata dalle società o enti tenuti al consolidamento dei loro bilanci o che comunque le controllano ai sensi dell’articolo 2359. Le disposizioni del presente capo si applicano altresì a chi esercita attività di direzione e coordinamento di società sulla base di un contratto con le società medesime o di clausole dei loro statuti*”.

⁸ DE VINCENTI C., SPADONI B. (2000), *La costruzione del mercato dei servizi pubblici locali*, in Mercato, concorrenza, regole (Le Edizioni del Mulino), n. 3.

⁹ RAVASI D., ZATTONI A. (2006), *Exploring the Political Side of Board Involvement in Strategy: A Study of Mixed-Ownership Institutions*, in Journal of Management Studies, 43(8), pp. 1671-1701.

Ciò significa che al soggetto controllante (e, cioè, a chi è tenuto al consolidamento dei bilanci o che, comunque, eserciti un controllo, azionario o contrattuale), compete, salvo prova contraria, l’attività di direzione e coordinamento nei confronti della controllata (è stata esclusa in capo allo Stato l’attività di direzione e coordinamento, vedi *box 1*). Tale norma determina, dunque, una presunzione relativa, nel senso che l’unità di direzione non dovrà essere provata, dal momento che si presume che la società controllante si avvarrà della propria posizione di supremazia per determinare la condotta di tutti gli affari delle società dipendenti, imponendo agli organi di queste la propria direzione.

Box 1 – Il Ministero dell’Economia e delle Finanze e l’attività di direzione e coordinamento

Nel caso di società partecipate dallo Stato attraverso il Ministero dell’Economia e delle Finanze, è stato escluso in capo a quest’ultimo l’esercizio dell’attività di “direzione e coordinamento” nei confronti di tutte le società partecipate in quanto non ricorrono i prescritti requisiti soggettivi e oggettivi: il Ministero, infatti, non è imprenditore, nè esercita direttamente alcuna forma di impresa, perseguendo invece altre finalità di interesse pubblico generale; di conseguenza non ha adottato atti di indirizzo incidenti in maniera diretta sulle scelte imprenditoriali delle società¹⁰. A conferma dell’esclusione dell’applicazione di tale normativa al Ministero dell’Economia e delle Finanze, si può richiamare l’art. 2497-bis in materia di pubblicità che prevede taluni adempimenti a carico degli amministratori delle società controllate (obbligo di esporre, in apposita sezione della nota integrativa del bilancio, un prospetto riepilogativo dei dati essenziali dell’ultimo bilancio dell’ente controllante: nel caso del MEF si tratterebbe di predisporre un prospetto che riepiloghi il bilancio dello Stato).

Fonte: Elaborazione propria su dati MEF (2008)

Gli amministratori della capogruppo impartiranno quindi direttive agli amministratori delle controllate, alle quali sarà difficile che essi non diano applicazione, dal momento che “*la loro nomina e la loro conferma, la provvista dei mezzi finanziari per gestire l’impresa loro affidata e, in una parola, le sorti di questa, sono nelle mani della controllante*”¹¹.

In tale ottica assume un ruolo centrale la figura dell’amministratore indipendente anche in seno alla controllata, nel verificarsi di situazioni di conflitto di interesse nella relazione tra la capogruppo e amministratori della società controllata stessa. Proprio nel nome

¹⁰ Nell’audizione dell’allora Ministro dell’Economia e delle Finanze Tommaso Padoa Schioppa presso le Commissioni V, IX e X della Camera del 2 aprile 2008 si legge: “*Le norme che definiscono i diritti e gli obblighi degli azionisti non distinguono tra azionista pubblico e azionista privato. Tali norme definiscono le regole di governo della società e tracciano le coordinate e i confini entro cui gli amministratori devono stare. Questa è stata la linea seguita dal Governo, linea che si pone in piena continuità e coerenza con la concezione del ruolo di azionista pubblico che ha caratterizzato l’attività dello Stato per oltre 15 anni dopo l’abbandono del modello delle Partecipazioni statali: non un ruolo di direzione o di vigilanza, bensì, più limitatamente, di esercizio dei diritti dell’azionista secondo le regole del diritto civile*”; MEF (2008), *Politica Economica e Finanziaria – glossario di due anni*, Roma.

¹¹ GALGANO F. (2003), *Il nuovo diritto societario*, in Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell’Economia, vol. XXIX, Padova, pag. 169.

dell’indipendenza, a fronte di una direttiva ritenuta non condivisibile sotto diversi aspetti, l’amministratore indipendente della società controllata avrà il potere-dovere di rifiutarne l’applicazione: non potrà per tale ragione il potere pubblico espresso nella controllante arrogarsi il diritto di revocarlo e sostituirlo senza subire le conseguenze patrimoniali derivanti dalla assenza di una “giusta causa”¹².

In ultima analisi, in chiusura di paragrafo, si può evidenziare come lo Stato-proprietario presenti caratteristiche peculiari rispetto agli altri tipi di proprietari.

Anzitutto si dovrebbe convenire che esso, al pari di ogni proprietario, ha l’interesse legittimo alla massimizzazione del proprio patrimonio; il concetto di “patrimonio” però in questo caso non è di agevole individuazione, come potrebbe esserlo per un investitore privato o un singolo risparmiatore, e anche la “massimizzazione” presenta una complicata definizione.

E’ indubbio poi come lo Stato-azionista sia necessariamente portatore di altri ed ulteriori interessi, non necessariamente coincidenti con la nozione di massimizzazione del patrimonio¹³. L’interferenza della politica nelle scelte strategiche delle società controllate dallo Stato, anche se non necessariamente indirizzata alla salvaguardia di interessi di partito, conduce ineluttabilmente a delle distorsioni nel governo societario, che possono generare, se non adeguatamente bilanciate, delle gravi inefficienze economiche ed operative.

2. Uno sguardo comparato alle imprese europee a controllo pubblico

Dalla fine degli anni settanta ad oggi si è assistito ad un profondo cambiamento politico ed economico nei Paesi europei, a seguito della diffusione del pensiero che lo Stato, per permettere lo sviluppo del sistema industriale ed economico del paese, non debba necessariamente essere il proprietario delle imprese, bensì preoccuparsi di garantire quelle condizioni di contesto tali da permettere il buon funzionamento delle stesse.

¹² BERNINI G. (2005), *L’amministratore non esecutivo/indipendente nel contesto di società a capitale pubblico*, LUISS, 10 maggio.

¹³ Sul tema interessanti sono a parere di chi scrive le osservazioni di GALLINO L. (2005), *L’impresa irresponsabile*, Einaudi, Torino, pp. 57-61.

Tale cambiamento culturale ha dato il via ad un lungo processo di privatizzazioni della proprietà pubblica¹⁴, con l’obiettivo principale di migliorare l’efficienza dei mercati e stimolarne la crescita, permettendo altresì lo sviluppo del mercato dei capitali, l’attrazione di investimenti esteri e il raggiungimento di obiettivi di natura fiscale e politica¹⁵.

Per quanto riguarda la particolarità del contesto italiano, il fine delle privatizzazioni è stato anche ed essenzialmente quello di ottenere mezzi freschi per poter risanare i conti pubblici, arretrando in settori occupati dallo Stato, anche per meglio approcciarsi al processo di integrazione europea.

È stata soprattutto tale emergenza finanziaria ad aver determinato l’avvio del processo di privatizzazione alla fine del 1992 e ad aver influenzato sia l’iter normativo seguito per procedere alle dismissioni, sia i risultati stessi del processo di privatizzazione¹⁶.

Nel *box 2* che segue si riportano brevemente le esperienze maggiormente significative di quattro Paesi europei nei processi di privatizzazione compiuti nell’ultimo trentennio.

Box 2 – Esperienze di privatizzazione in 4 Paesi europei

Gran Bretagna	Il programma di privatizzazioni ha inizio con l’avvento dei conservatori nel 1979 (Thatcher) e si è svolto sostanzialmente in due diverse fasi. Nella prima, tra il 1979 e il 1983, il governo ha privatizzato prevalentemente imprese pubbliche di piccole dimensioni o che già operavano sul mercato; in una seconda fase la privatizzazione ha toccato le imprese di <i>public utilities</i> (come British Telecom, British Gas e le ferrovie). L’insegnamento britannico è che, per creare un sistema di concorrenza che funzioni sul mercato, le regole devono essere definite prima della privatizzazione, per evitare di creare incertezza sui mercati, ma soprattutto per evitare di trasferire ai privati un’impresa che opera in regime di monopolio.
Francia	A distanza di tempo ravvicinato si sono susseguite due diverse strategie di governo opposte fra loro: da un lato, il programma di governo socialista, che ha dato il via a un intenso programma di nazionalizzazioni; dall’altro, a breve distanza di tempo, la politica del governo di Chirac che ha avviato un esteso

¹⁴ Con il termine privatizzazioni si intende l’assoggettamento delle imprese pubbliche agli istituti del diritto privato (*corporatization*, la cosiddetta privatizzazione formale), e insieme il trasferimento dell’impresa dall’operatore pubblico ai privati, attraverso la cessione sul mercato di quote di controllo (la cosiddetta privatizzazione sostanziale). La privatizzazione formale implica la cessione del controllo sulle variabili decisionali d’impresa (fattori di produzione, prezzi e quantità prodotte) dall’operatore pubblico al management privato; il controllo del profitto d’impresa rimane invece in capo allo Stato, detentore della maggioranza del capitale sociale. Con la privatizzazione sostanziale, tramite la cessione da parte dello Stato della partecipazione di controllo nell’impresa privatizzata, anche il controllo del profitto è ceduto al management privato; FORESTI G., MALGARINI M. (2001), *Privatizzazioni e liberalizzazione dei mercati: un confronto tra l’esperienza italiana e quella dei principali paesi europei*, in AGENS Quaderni – Quadrimestrale informativo di economia, trasporti, lavoro, n. 1.

¹⁵ OECD (2007), *Corporate Governance of State-Owned enterprises: a survey of OECD Countries*, Paris.

¹⁶ Gli introiti derivanti dalle privatizzazioni realizzate dallo Stato centrale attraverso il Ministero dell’Economia e delle Finanze (a prescindere dalle diverse denominazioni), dal 1994 al 2008, ammontano complessivamente a circa 96 miliardi di euro.

	processo di privatizzazioni. La Francia ha complessivamente ceduto il controllo di aziende già in concorrenza e delle banche ma, diversamente dalla Gran Bretagna, ha scelto di mantenere il controllo delle aziende di pubblica utilità (Gdf e Edf) e di poste e ferrovie.
Germania	Il sistema proprietario delle grandi imprese si è fondato per oltre un secolo su una particolare relazione con le grandi banche, con una scarsa presenza del settore pubblico nell'economia rispetto ad altri paesi europei. Soprattutto negli anni Novanta le privatizzazioni prendono slancio in seguito al crollo del muro di Berlino e all'avvio del processo di privatizzazione.
Italia	Data anche la forte presenza dello Stato nel sistema economico, che trova radici negli anni Trenta con la costituzione dell'IRI, le privatizzazioni hanno rappresentato un fenomeno assai rilevante, raggiungendo nel periodo 1979-1999 un controvalore delle dismissioni secondo solo al Regno Unito, prima di Francia, Germania e Spagna.

Fonte: Rapporto CER (2007), Ruolo e Governance delle imprese controllate dallo Stato: analisi e proposte per il futuro, rapporto n. 4, Roma.

Nonostante il forte processo di privatizzazione che ha investito i paesi europei nell'ultimo trentennio, la presenza dello Stato in molti settori economici, come azionista di controllo in società, risulta ancora forte e radicata.

L'economia italiana resta infatti caratterizzata da una presenza diffusa, in dimensioni anomale rispetto al contesto internazionale, di società controllate da soggetti pubblici (sono circa cinquemila le società a partecipazione pubblica).

Nell'ultimo decennio poi si è assistito anche ad un aumento del numero delle società controllate, direttamente o indirettamente, dalle amministrazioni regionali, provinciali e locali; tale partecipazione pubblica nelle imprese è stata tipicamente giustificata da ragioni di politica industriale e di tutela di altri interessi pubblici, in particolare per ovviare a situazioni di fallimento di mercato.

Tuttavia non vi è sempre stata chiarezza nell'identificazione di obiettivi e strategie di sviluppo, dando spesso luogo a distorsioni nel funzionamento del mercato.

L'impostazione di considerare le società pubbliche come uno strumento di intervento diretto nell'economia, volto alla realizzazione di obiettivi di politica industriale e sociale è ormai largamente incompatibile con l'ordinamento comunitario e, comunque, non ha condotto nel nostro paese a risultati positivi¹⁷.

¹⁷ La legge finanziaria per il 2008 in merito ha previsto che entro il mese di giugno del 2009 le amministrazioni pubbliche, a tutti i livelli di governo, dovranno riesaminare le proprie partecipazioni societarie, indicando chiari motivi di pubblico interesse che le giustificano, oppure cedendo la partecipazione. *“Il riordino della disciplina dovrebbe realizzare due finalità: combinare in modo più efficace il perseguimento degli obiettivi pubblici con l'efficiente gestione societaria, minimizzando il rischio di interferenze improprie; consentire alle imprese a*

Il controllo esercitato da parte dello Stato all'interno di queste società, siano esse quotate o meno, avviene sia attraverso il possesso di un pacchetto di maggioranza nelle stesse sia con la presenza di meccanismi di tutela del proprio ruolo che attribuiscono un potere speciale (*golden share*)¹⁸ nella loro gestione.

Giusto al fine di fornire alcuni dati per rappresentare l'entità del fenomeno, le partecipazioni, dirette e indirette, detenute dallo Stato attraverso il Ministero dell'economia e delle finanze riguardano circa quattrocento società, con mezzo milione di occupati circa ed un valore della produzione pari a circa l'11% del PIL (MEF, dati relativi al 2005). Le società partecipate dalle amministrazioni locali, a loro volta, sono 4874 (Unioncamere, dati relativi al 2005), le quali occupano 255 mila addetti, con una produzione pari all'1,2% del PIL.

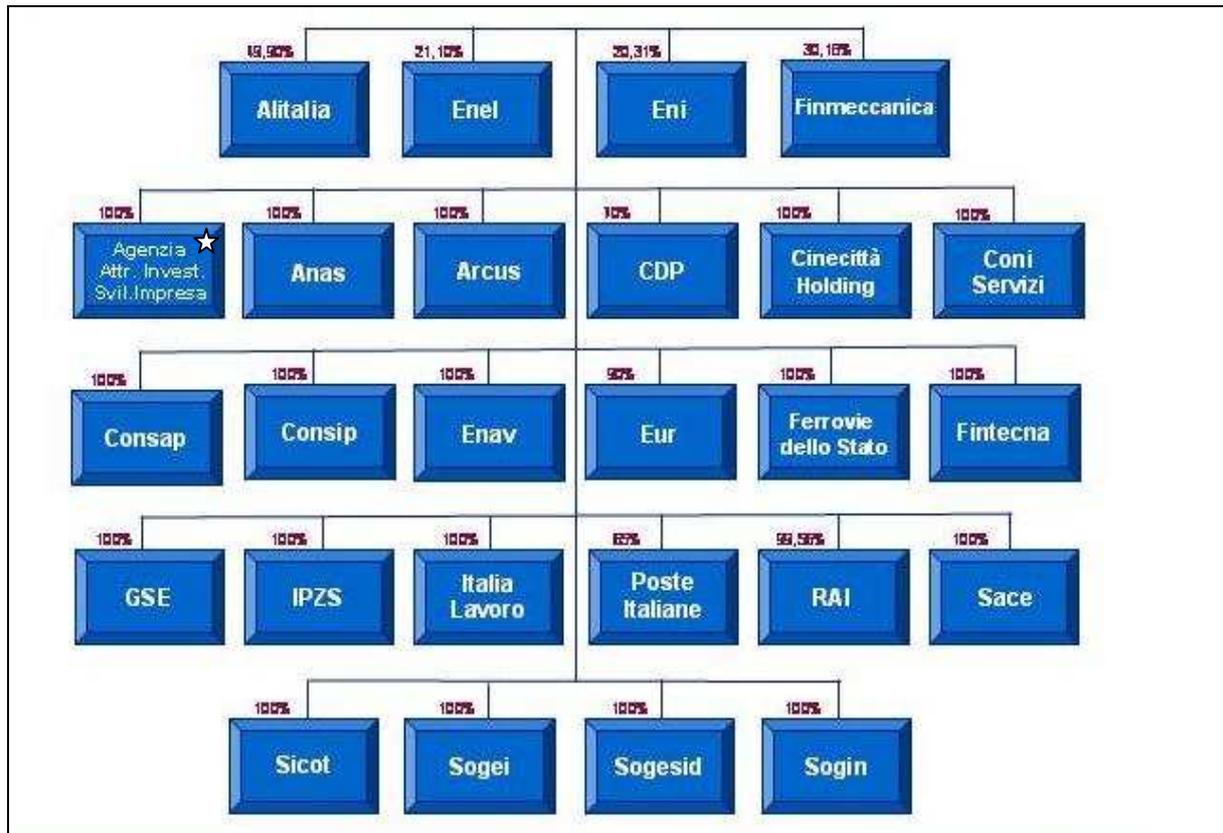
Per le società partecipate dal MEF, la *figura 1* mostra il totale delle partecipazioni di primo livello, in società quotate (la prima riga) e non, per le quali il Ministero svolge attività di azionista.

partecipazione pubblica di operare sul mercato in condizioni di parità con le imprese private, senza ingiustificate penalizzazioni. Per realizzare questo disegno è sufficiente valorizzare principi generali di diritto già presenti nell'ordinamento, soprattutto di derivazione comunitaria, e criteri di governance agevolmente mutuabili dalle migliori pratiche nazionali e internazionali"; ASSONIME (2008), Principi di riordino del quadro giuridico delle società pubbliche, Roma, settembre.

¹⁸ Con il termine *golden share* si indica l'istituto giuridico, di origine britannica, grazie al quale lo Stato, durante e a seguito di un processo di privatizzazione (totale o parziale) di una impresa pubblica, si garantisce poteri speciali, come quello di riservarsi un certo quantitativo azionario, nonché quello di nominare un proprio membro nel Consiglio di Amministrazione della società oggetto di privatizzazione che, a differenza degli altri componenti dell'organo di governo dell'impresa, goda di poteri più ampi. Per l'esercizio di tali poteri non è necessario possedere una percentuale minima del capitale sociale.

L'art. 2 del Decreto Legge 332/1994, convertito dalla legge 474/1994 e successive modifiche prevede che, tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri servizi pubblici siano individuate, con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, quelle nei cui statuti, prima di ogni atto che determini la perdita del controllo, deve essere introdotta con delibera dell'assemblea straordinaria una clausola che attribuisca al Ministro dell'economia la titolarità di poteri speciali. La disciplina si applica anche alle società controllate da enti pubblici, inclusi quelli territoriali o economici, operanti nel settore dei trasporti e degli altri servizi pubblici locali (il DPCM del 10 giugno 2004 specifica quando i poteri speciali possono essere esercitati). La legge del 1994 prevede inoltre la possibilità di introdurre nello statuto un limite massimo di possesso azionario, a cui è collegato l'obbligo del voto di lista per la nomina degli amministratori e dei membri del collegio sindacale.

Figura 1 – Società partecipate dal Ministero dell’Economia e delle Finanze



☆ il 7 agosto 2008, è stata ceduta dall’Agenzia per l’attrazione degli Investimenti e lo Sviluppo di impresa al MEF il 100% della società RAM (Rete Autostrade Mediterranee S.p.A.), per cui oggi è una partecipata diretta.

Fonte: Ministero dell’Economia e delle Finanze (2008).

In un rapporto riguardante la *corporate governance* nelle imprese a controllo pubblico del 2007, l’OECD ha individuato tre modelli di controllo ed organizzazione caratterizzanti i principali paesi industrializzati, evidenziati nel *box 3* che segue.

Box 3 – Modelli di corporate governance nei Paesi OECD

Modello	Descrizione	Paesi
Decentralizzato	Forma organizzativa più tradizionale, dove il controllo delle imprese partecipate dallo Stato viene esercitato dai ministeri di settore; in alcuni casi è prevista anche la presenza di un ministero che ha il compito di coordinare i ministeri di settore e di indicare gli obiettivi strategici. Tra i vantaggi del modello la maggiore facilità del formarsi di competenze distintive nei ministeri, con conseguente migliore capacità nell’implementare le politiche industriali; tra gli svantaggi la separazione della funzione di controllo dalle altre funzioni che spettano ai ministeri di settore.	Finlandia Repubblica Ceca Polonia Ungheria

Misto	Il controllo è condiviso con i ministeri di settore da un ministero centrale, solitamente rappresentato dal ministero dell'Economia o delle Finanze.	Italia Grecia Nuova Zelanda Svizzera Turchia Messico
Centralizzato	Forma organizzativa più recente, dove il controllo viene esercitato esclusivamente dal ministero centrale, solitamente quello dell'Economia o delle Finanze (Danimarca, Olanda e Spagna) o quello dell'Industria (Norvegia e Svezia).	Belgio Danimarca Francia Olanda Norvegia Polonia Spagna

Fonte: OECD (2007), Corporate Governance of State-Owned enterprises: a survey of OECD Countries, Paris.

Lo Stato, non essendo l'unico proprietario della maggior parte delle imprese che controlla, deve necessariamente confrontarsi con altri azionisti di minoranza, nonché con tutta una serie di altri *stakeholder*, che a vario titolo sono interessati alle strategie intraprese dalle società; la posizione di maggioranza dello Stato nel capitale di queste società potrebbe perciò favorire l'adozione di comportamenti volti ad escludere le diverse categorie di *stakeholder*, qualora la regolamentazione o l'autodisciplina nei paesi di appartenenza non scoraggi tali condotte.

A titolo esemplificativo, la *figura 2* mostra un quadro di riferimento sul ruolo che i lavoratori rivestono all'interno dei Consigli di Amministrazione delle imprese a controllo pubblico dei Paesi OECD, evidenziando come tale categoria di *stakeholder* goda in larga parte d'Europa di forti garanzie, partecipando in maniera significativa al processo decisionale.

Figura 2 – Livelli di rappresentanza dei lavoratori nelle imprese a controllo pubblico

	Consiglio dei lavoratori	Rappresentanti a livello CdA	
		Imprese a controllo pubblico	Imprese pubbliche quotate
Austria	SI	1/3 dei membri del CdA	
Belgio	SI	No	
R. Ceca	SI	1/3 dei membri del CdA	
Corea	SI	No	
Danimarca	SI	Da 2 a 1/3 dei membri del CdA	
Finlandia	SI	Varia per accordo di settore	
Francia	SI	2 rappresentanti <i>Works Councils</i> (senza diritto di voto) o:	
		Da 3 a 1/3 dei membri del CdA	2-3 membri del CdA per le imprese privatizzate, massimo 1/3 dei membri del CdA per le altre imprese
Germania	SI	Fino alla metà dei membri del CdA (a seconda della dimensione d'impresa) Presidente eletto dagli azionisti	
Grecia	SI	2/3 dei membri del CdA	No
Irlanda	No	Considerata come una <i>best practice</i>	No
Italia	No	No (costituzionalmente prevista ma non attuata)	
Lussemburgo	SI	Da 1/3 a metà dei membri del CdA	
Olanda	SI	Il Work council nomina membri del consiglio dei supervisori	
Norvegia	SI	Funzione della dimensione d'impresa e degli accordi con i lavoratori	
Polonia	SI	Da 2 ai 2/5 dei membri del CdA	No
Portogallo	SI	No (costituzionalmente prevista ma non attuata)	<i>Best practice</i> di un membro o del consiglio degli auditors
Slovacchia	SI	1/2 dei membri del CdA	1/3 dei membri del CdA
Spagna	SI	2 membri del CdA	No
Svezia	SI	2-3 membri del CdA	
Svizzera	No	1-2 (Post, Swisscom, SBB)	
Ungheria	SI	1/3 di membri del CdA (per imprese con più di 200 occupati)	

Fonte: OECD (2007), Corporate Governance of State-Owned enterprises: a survey of OECD Countries, Paris, pag. 41.

La presenza obbligatoria o facoltativa di rappresentanti dei lavoratori all'interno dei Consigli di Amministrazione e nei Collegi Sindacali è da giudicarsi estremamente positiva soprattutto in quelle realtà nelle quali le condizioni di lavoro e la stessa sicurezza dei dipendenti è a rischio e necessita dunque di maggiori tutele ed attenzioni per farne progredire le forme di garanzia.

Al riguardo, sarebbe interessante studiare l'organizzazione della funzione amministrativa all'interno delle società di diritto cinese, anche in ragione della particolare struttura del

capitale di queste società, che vede ancora una forte presenza dello Stato all’interno della gestione d’impresa¹⁹.

3. L’amministratore non esecutivo e indipendente nel contesto pubblico

In riferimento alla figura dell’amministratore non esecutivo, e in particolare a quella dell’indipendente, nel contesto istituzionale e operativo di una società caratterizzata dalla proprietà pubblica del capitale, può osservarsi in via generale come l’interesse della collettività venga inevitabilmente, anche se non necessariamente in maniera esplicita, “interiorizzato” nelle finalità sociali, per cui tale interesse viene perseguito attraverso la conseguente realizzazione dell’oggetto sociale.

La proprietà pubblica del capitale implica, infatti, ulteriori doveri dell’amministratore, sia esso esecutivo o meno, anche se non statutariamente esplicitati, che eccedono quello fondamentale di assicurare una remunerazione al capitale di rischio (oltre che agli altri fattori produttivi impiegati), posto che nella proprietà trovano espressione interessi della comunità di respiro più ampio (basti pensare, con riferimento ai vari servizi pubblici, al diritto alla mobilità, alla sicurezza, alla tutela dell’ambiente, allo sviluppo sostenibile, al turismo, all’integrazione a livello europeo, all’interoperabilità dei vari sistemi a rete e all’integrazione a livello transfrontaliero).

L’amministratore dunque, nel suo operare, dovrà necessariamente tenere in debita considerazione l’ottica allargata all’interno della quale collocare il proprio lavoro: esso dovrà temperare, quando necessario, la gestione societaria secondo criteri prettamente economici con gli interessi della collettività.

Queste considerazioni valgono, ovviamente, sia per le società non quotate sia per quelle quotate in borsa, articolandosi diversamente in relazione all’identità della “collettività” alla

¹⁹ Un interessante contributo di Stella Richter jr., riguardante l’analisi del Codice di Corporate Governance delle società quotate cinesi, evidenzia come esistono anche dei casi, riguardanti ad esempio le società interamente partecipate dallo Stato, in cui è previsto obbligatoriamente che alcuni amministratori vengano nominati dai dipendenti stessi della società; STELLA RICHTER jr. (2008), *L’organizzazione della funzione amministrativa nelle società di capitali di diritto cinese*, relazione al convegno sul “Sistema giuridico romanistico e diritto cinese”, Università “La Sapienza” di Roma, 4 giugno.

quale gli interessi fanno riferimento e, quindi, in relazione alla generalità o specialità degli interessi collettivi perseguiti tramite lo strumento della società pubblica²⁰.

È evidente, ad esempio, che l'estensione degli interessi (collettivi) in gioco è differente per società quali l'ENI, l'ENEL, le Ferrovie dello Stato, l'Alitalia e le Poste, nelle quali sono presenti interessi proprietari che coinvolgono istanze globali della collettività nazionale, rispetto alle società di servizi pubblici locali (miste o meno che siano), ove la ricaduta sociale dell'attività d'impresa è attesa manifestarsi in un ambito più definito.

In tale contesto assumono rilevanza le ripercussioni derivanti dalla proprietà pubblica del capitale sulle qualità professionali e sul ruolo rivestito dagli amministratori in genere, e da quelli non esecutivi ed indipendenti in particolare. Vista l'esistenza di ulteriori finalità della gestione d'impresa rispetto a quelle in mano privata, può addirittura apparire che vi sia meno spazio per l'attribuzione all'amministratore di un margine di discrezionalità e poteri sufficiente a giustificare la qualifica di indipendente.

Quanto alla ricordata possibilità, prevista dal codice a seguito della riforma all'art. 2387, di qualificare la partecipazione degli amministratori attraverso l'introduzione di requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza, si rileva che, quando lo statuto prescrive tali requisiti, essi si impongono a tutti gli amministratori, compresi quelli eventualmente nominati dallo Stato o da enti pubblici ai sensi degli artt. 2449-2450 cod. civ. o, comunque, in forza di speciali disposizioni²¹.

In ottica più generale, la relazione tra amministratore ed azionista, che, nel caso in esame, è rappresentato dallo Stato, non solo assume caratteristiche particolari, ma si è andata modificando nel corso del tempo. In passato, lo Stato azionista esprimeva i propri orientamenti agli amministratori delle imprese pubbliche attraverso un meccanismo istituzionalizzato, il cui vertice era costituito dal Ministero delle Partecipazioni Statali. Di conseguenza, la situazione risultava sufficientemente lineare: le direttive dell'azionista erano esplicite e ad esse poteva ispirarsi l'amministratore stesso, pur nel rispetto del suo inalienabile margine di discrezionalità.

Oggi, il rapporto tra lo Stato azionista e l'amministratore (o, più in generale, del *manager*) pubblico deve basarsi su scambi di informazioni meno espliciti e, al contempo, più complessi,

²⁰ BERNINI G. (2005), *L'amministratore non esecutivo/indipendente nel contesto di società a capitale pubblico*, LUISS, 10 maggio.

²¹ GUACCERO A. (2004), *Alcuni spunti in tema di governance delle società pubbliche dopo la riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, p. 853 e ss.

tanto che quest'ultimo può incontrare difficoltà nell'interpretare le preferenze del Governo quanto al doveroso bilanciamento tra “creazione di valore per l'azionista” e soddisfacimento degli interessi generali della collettività²².

D'altro canto, il ruolo degli amministratori di nomina pubblica, considerato il rapporto che li lega agli enti preponenti, sono estremamente diversi a seconda delle funzioni e della genesi della società.

Quanto alla specifica sfaccettatura del rapporto tra amministratore *indipendente* ed ente pubblico preponente, è necessaria una duplice considerazione. In primo luogo, e in ottica generale, a fronte della natura pubblica dell'azionista, è difficile distinguere poteri di imperio di natura *lato sensu* politica da poteri di ordine giuridico scaturenti dalla disciplina societaria. In secondo luogo, dovrà tenersi in debito conto la tipologia di società.

Quando il potere di “direttiva” dell'azionista-Stato affonda le radici nel terreno politico, il rapporto assume una configurazione di tipo “regolatorio”, con l'ovvia constatazione di un'inversa proporzionalità tra rilevanza dell'interesse pubblico, consacrato nella regolamentazione, e spazio di autonomia lasciato agli amministratori (e, in particolare, a quelli indipendenti). Viceversa, tanto più ampio sarà il margine di operatività lasciato alla gestione imprenditoriale, tanto più esteso risulterà il campo in cui l'amministratore indipendente potrà esprimere i propri poteri-doveri istituzionali intesi al perseguimento dell'oggetto sociale nella sua valenza imprenditoriale²³.

In questo quadro, appare coerente il profilarsi di una responsabilità di natura pubblica (nell'ambito della disciplina regolatoria) dell'amministratore verso l'azionista-Stato, che si affianca alla responsabilità di natura civilistica dello stesso amministratore, sancita dalle norme di diritto societario.

Riguardo la nomina diretta degli amministratori, siano essi indipendenti o meno, di società da parte dello Stato, può evidenziarsi il problema relativo alla responsabilità degli amministratori che disattendono le c.d. “direttive” del socio pubblico o le c.d. “osservazioni” del Ministero nominante.

²² Il perseguimento dell'obiettivo della “creazione di valore per l'azionista” da parte delle società partecipate dallo Stato è stato esplicitamente affermato da esponenti del Ministero dell'economia in occasione delle Assemblee sociali o di operazioni di privatizzazione; più in generale, si rimanda a MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (2001), *Libro bianco sulle privatizzazioni*, p. 17 e ss.

²³ BERNINI G. (2005), *L'amministratore non esecutivo/indipendente nel contesto di società a capitale pubblico*, LUISS, 10 maggio.

Due sono le tesi sviluppatesi in dottrina, una privatistica, secondo la quale “*se costoro [gli amministratori] disattendono, anche se motivatamente, le “direttive” dei soci o le “osservazioni” del Ministero delle quali devono tener conto, la strada corretta non è quella di ritenere vincolanti tali “direttive” o tali “osservazioni” – sovvertendo così il sistema legale, per il quale gli amministratori hanno esclusiva ed inderogabile competenza e responsabilità della gestione sociale – ma è quella della revoca o sostituzione degli amministratori (con risarcimento danni se la revoca è senza giusta causa)*”²⁴.

Secondo la tesi pubblicistica, invece, l’atto di nomina instaura “*accanto al rapporto di diritto privato tra la società e l’amministratore, un rapporto continuativo tra l’ente e l’amministratore che è di carattere amministrativo, perché esso partecipa lo Stato o un altro ente pubblico nell’esercizio di una potestà pubblica che si concretizza nella emanazione di direttive che l’amministratore ha l’obbligo di eseguire e tale obbligo trova sanzione nel potere di revoca attribuito in via esclusiva all’ente*”²⁵.

A prescindere dall’analisi giurisprudenziale sul tema della responsabilità degli amministratori di nomina pubblica, che non si desidera approfondire in questa sede, occorre evidenziare come, nel comportamento dell’azionista pubblico (sia esso Stato o ente locale) non è sempre distinguibile il momento politico da quello giuridico-economico del contesto societario, generando incertezza e confusione.

La figura dell’amministratore indipendente, in questo contesto, è concepibile solo laddove l’azionista-Stato “*ne preordini in termini sistematici e generali i criteri di scelta e le modalità di nomina*”²⁶.

L’indipendente necessita infatti, come già abbiamo mostrato in precedenza nella trattazione, di uno speciale grado di autonomia, competenza professionale, immunità dal conflitto di interessi e libertà di comportamento. E’ necessario dunque che l’azionista pubblico riconosca queste esigenze e garantisca uno spazio minimo di libertà. Per evidenti ragioni di trasparenza e, soprattutto, di coerenza e continuità, che difficilmente possono essere assicurate qualora l’indirizzo politico si espliciti soltanto nelle direttive impartite dallo Stato-azionista al proprio rappresentante in sede assembleare, occorrerebbe, in ultima analisi, una forma di “auto-

²⁴ BONELLI F. (1985), *Direttive ad amministratori di SpA in mano pubblica*, in AA.VV., *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, pp. 12-21.

²⁵ ROVERSI MONACO F. (1965), *Revoca e responsabilità dell’amministratore nominato dallo Stato o dagli enti pubblici*, in *Riv. Dir. Comm.*, vol. II, pag. 262 e ss.

²⁶ BERNINI G. (2005), *L’amministratore non esecutivo/indipendente nel contesto di società a capitale pubblico*, LUISS, 10 maggio.

regolamentazione” da parte dello Stato, nel senso della chiarificazione preventiva dell’interesse generale, e quindi dell’atto politico, che intende riversare sulla gestione, e quindi sull’amministratore, di una società pubblica²⁷.

Come è stato già ricordato in precedenza nella trattazione, la figura dell’amministratore indipendente in Italia è solo all’inizio del proprio cammino, a differenza di quanto avviene nei Paesi di derivazione anglosassone; se questo è vero nel contesto delle società private, nell’ottica delle società in mano pubblica si potrebbe dire che il percorso dell’amministratore indipendente neanche è iniziato. I problemi che andrebbero affrontati sul tema sono particolarmente delicati, riguardando il terreno politico delle nomine, sul quale difficilmente i partiti saranno disposti ad accettare condizionamenti e controlli; tuttavia appare evidente come, per trovare una soluzione auspicabile in merito all’indipendenza, sia necessario da parte dei poteri politici una presa di coscienza della non differibilità delle istanze alla base del problema.

In conclusione, il settore dell’impresa pubblica, in aggiunta a quello privato, può offrire valide opportunità di valore aggiunto, riconducibili alla possibilità di gestire in maniera intelligente il margine di indipendenza degli amministratori, in modo da condurre ad una gestione aziendale maggiormente improntata alla creazione di ricchezza per la collettività.

4. Un’analisi empirica su un campione di società quotate

Nel presente paragrafo viene illustrata un’indagine condotta sulle imprese operanti nei Servizi di Pubblica Utilità quotate in borsa²⁸ e partecipate dagli enti territoriali (nove), nonché sulle (tre) società pubbliche quotate controllate direttamente dallo Stato attraverso il Ministero dell’Economia e delle Finanze.

La scelta di analizzare questo *cluster* di società risulta motivata essenzialmente dall’omogeneità delle imprese oggetto di osservazione; a parte infatti le Società partecipate dallo Stato (inserite ma comunque oggetto di separata analisi) tutte le altre sono in possesso di

²⁷ Ad una tale conclusione perviene BERNINI G. (2005), *L’amministratore non esecutivo/indipendente nel contesto di società a capitale pubblico*, LUISS, 10 maggio.

²⁸ Così come definite da Borsa Italiana nella suddivisione delle società quotate per settori di attività.

caratteristiche peculiari, in quanto ex municipalizzate, e simili, vedendo tutte la partecipazione maggioritaria o comunque di controllo da parte degli enti territoriali. Non essendo questa la sede per approfondire il processo che ha condotto le società municipalizzate dei servizi pubblici locali (nate tra la fine del XIX e l'inizio del XX secolo) a divenire società per azioni quotate (verificatasi nella seconda metà degli anni novanta), si vuole qui solo evidenziare come tale processo segua l'affermarsi di una impostazione comunitaria che, come anche rappresentato nel paragrafo 2, è orientata alla riduzione dell'intervento pubblico nell'economia e all'introduzione di meccanismi concorrenziali²⁹. I processi di privatizzazione formale, assoggettando le aziende municipalizzate alle norme del codice civile e del diritto societario, hanno inevitabilmente condizionato tutto il sistema di relazioni tra queste e i propri enti locali di riferimento. Le successive privatizzazioni sostanziali ne hanno poi profondamente modificato l'assetto proprietario che da situazioni di forte omogeneità con la presenza di un unico soggetto pubblico di riferimento si è andato caratterizzando per un quadro eterogeneo, dove si trova la presenza di imprese pubbliche partecipate da più enti, imprese miste pubblico-privato, imprese caratterizzate dalla presenza di un azionariato maggiormente diffuso.

Le imprese locali di pubblica utilità, oggetto specifico dell'indagine, sebbene privatizzate e dunque chiamate ad una logica di funzionamento in grado di generare ricchezza per gli azionisti, devono a maggior ragione saper coniugare le attese economiche con i bisogni espressi dalla propria collettività di riferimento e con i vincoli connessi alla fornitura di un servizio di pubblica utilità. I beni economici di pubblica utilità infatti, a differenza degli altri beni, sono destinati a soddisfare bisogni essenziali della collettività, permettendo la crescita sociale della società. Pertanto, l'attività delle imprese di pubblica utilità deve necessariamente sottomettere le logiche della responsabilità economica ad una più generale responsabilità sociale ed ambientale, a sua volta strumentale al mantenimento di elevati gradi di consenso nella collettività.

L'obiettivo dell'indagine è stato quello di analizzare la *corporate governance* di dette società, al fine di individuarne le peculiarità in funzione della partecipazione pubblica al loro capitale; ci si è soffermati anche sul ruolo svolto all'interno di esse dagli amministratori

²⁹ Sull'introduzione dei principi e delle logiche di carattere economico-aziendale nell'ambito delle gestioni pubbliche si rimanda a BORGONOVÌ E. (2000), *Principi e sistemi aziendali per le amministrazioni pubbliche*, Giuffrè, Milano.

indipendenti, per studiare come questa figura sia inserita nell’ambito del particolare contesto di riferimento.

4.1 Le imprese analizzate e i dati raccolti

Le considerazioni che verranno di seguito proposte sintetizzano i risultati di uno studio condotto sulla struttura di *corporate governance* formale delle società rappresentate nella *tabella 1*, dove viene altresì riportata la capitalizzazione di borsa al 16 gennaio 2009, dato indicativo per conoscere il “peso” economico delle imprese di riferimento.

Tabella 1 – Campo di osservazione

Società	Segmento di quotazione	Settore di attività	Capitalizzazione di borsa al 16/01/2009 (mln euro)
Eni	S&P/MIB	Minerari / Metallurgici / Petroliiferi	61.502
Enel	S&P/MIB	Servizi Pubblica Utilità	26.860
Finmeccanica	S&P/MIB	Elettronici / Elettrodomestici	6.598
A2A ³⁰	S&P/MIB	Servizi Pubblica Utilità	4.030
Acea	MIDEX	Servizi Pubblica Utilità	2.102
Acegas-Aps	STANDARD	Servizi Pubblica Utilità	269
Acque Potabili	STANDARD	Servizi Pubblica Utilità	43
ACSM	STANDARD	Servizi Pubblica Utilità	44
Ascopiave	STAR	Servizi Pubblica Utilità	349
Enìa	MIDEX	Servizi Pubblica Utilità	399
Hera	MIDEX	Servizi Pubblica Utilità	1.407
Iride ³¹	MIDEX	Servizi Pubblica Utilità	743

Si nota subito come vi sia una grande variabilità tra le capitalizzazioni delle società analizzate; anche tralasciando le grandi multinazionali facenti capo al MEF, le nove *utility* presentano scostamenti di capitalizzazione notevoli, dai 4 miliardi di euro di A2A fino ai 40 milioni di euro circa di Acque Potabili e ACSM, a fronte di una media del raggruppamento di circa 1 miliardo di euro.

Occorre comunque tener anche presente che i valori delle capitalizzazioni di borsa evidenziati in tabella risentono fortemente del drastico calo delle quotazioni borsistiche avvenuto nel corso del 2008, che ha portato gli indici azionari pressoché a dimezzare il loro valore nell’anno di riferimento; è anche vero, per completezza, che il settore delle *utility*, a cui

³⁰ Così nominata a seguito della fusione per incorporazione di ASM Brescia S.p.A. in AEM S.p.A., efficace a decorrere dal 1° gennaio 2008.

³¹ IRIDE S.p.A. consegue al processo di aggregazione fra AEM Torino S.p.A. ed AMGA S.p.A., promosso dai Soci di controllo delle medesime (rispettivamente i Comuni di Torino e di Genova).

appartengono le società oggetto di studio, risente meno di altri delle fasi critiche del ciclo economico.

I dati oggetto dell'indagine sono stati raccolti attraverso l'analisi documentale condotta su una pluralità di fonti: relazioni sulla *corporate governance* (al 31.12.2007) presentate dalle società, Statuti, Siti Web delle imprese, Consob e Borsa Italiana.

L'indagine si basa prevalentemente sulla raccolta e analisi dei dati riguardanti:

- Informazioni generali (settore, quotazione, capitalizzazione)
- Elementi di *governance* (sistema adottato, adesione al Codice di Autodisciplina)
- Assetto proprietario
- Consiglio di Amministrazione (composizione, indipendenza, nomina)
- Amministratori (incarichi, competenze)
- Riunioni del CdA (presenza amministratori)
- Comitati interni (controllo, remunerazione, nomine)

4.2 I risultati

Dall'analisi degli assetti proprietari delle imprese in oggetto (*tabella 2*), è possibile osservare come la loro composizione sia generalmente riconducibile all'impostazione comunemente adottata dagli enti locali durante i processi che hanno portato alla trasformazione delle imprese ex municipalizzate in società per azioni. L'azionista pubblico infatti, allo scopo di garantirsi il mantenimento della proprietà della maggioranza del capitale, ha spesso formalizzato specifiche previsioni statutarie in modo da precludere eventuali possibilità di acquisizione dell'impresa da parte di soggetti privati, mantenendo così le prerogative di indirizzo e di controllo.

Tabella 2 – Assetti proprietari

Società	Mod ₃₂	Socio magg.	%	2° Socio	%	TOT quota pubblica	Flottante
Eni	T	MEF	20,32%	CDP	9,99%	30,32%	60%
Enel	T	MEF	21,86%	CDP	10,35%	32,21%	65,57%
Finmeccanica	T	MEF	32,44%	-	-	32,44%	67,56%
Media	-	-	-	-	-	31,65%	64,37%
A2A	D	Comune Brescia e Milano	54,91%	Atel Holding	5,00%	54,91%	35,13%
Acea	T	Comune Roma	51%	Suez Sa	9,98%	51%	29,00%
Acegas-Aps	T	Comune Trieste e Padova ³³	62,85%	Fondazione Cassa Risparmio Trieste	5,10%	62,85%	28,36%
Acque Potabili ³⁴	T	Comune Torino	30,85%	Iride Acqua Gas Spa	30,85%	61,70%	28,54%
ACSM ³⁵	T	Comune Monza	29,12%	Comune Como	24,76%	75,82% ³⁶	24,18%
Ascopiave	T	Asco Holding ³⁷	62,97%	Blu Flame Srl	7,51%	67% ³⁸	25,39%
Enìa	T	Comune Reggio Emilia	21,92%	Comune Parma	17,28%	61,85%	31,87%
Hera	T	Comune Bologna	14,99%	Comune Modena	13,73%	58,92% ³⁹	41%
Iride	T	Comuni Torino e Genova ⁴⁰	58,05%	Intesa Sanpaolo	4,72%	58,05%	28,40%
Media	-	-	42,96%	-	13,21%	61,34%	30,2%

L'analisi dei dati raccolti evidenzia come la presenza del soggetto pubblico sia molto forte, soprattutto nelle multi *utility* territoriali; se infatti nelle società a controllo statale la necessità

³² Modello di governance adottato dalla società (T = Tradizionale; M = Monistico; D = Dualistico).

³³ Il Comune di Trieste e il Comune di Padova sono soci attraverso la società ACEGAS-APS HOLDING SRL, partecipata al 50,1% dal Comune di Trieste e al 49,9% dal Comune di Padova.

³⁴ I due soci, Comune di Torino e Iride, hanno stipulato un Patto di Sindacato che disciplina i loro rapporti per le intere quote in loro possesso.

³⁵ Al momento dell'elezione del CdA il socio maggioritario era il comune di Como che, insieme ad A2A, ha nominato 8 membri del CdA, 2 invece sono stati presentati dall'allora socio minoritario comune di Cantù.

³⁶ Quota così determinata se sommiamo al 53,88 % della quota detenuta dai due Comuni (Monza e Como) il 21,94% di proprietà di A2A, a sua volta controllata con maggioranza assoluta dai Comuni di Brescia e Milano.

³⁷ Società partecipata da 93 Comuni del Veneto e del Friuli Venezia Giulia.

³⁸ Quota determinata dalla somma delle partecipazioni detenute da Asco holding, ASM Rovigo e Veneto Sviluppo.

³⁹ L'azionariato annovera oltre 180 diversi azionisti pubblici (prevalentemente Comuni della Regione Emilia Romagna) che detengono complessivamente circa il 58,92% del capitale sociale.

⁴⁰ Il Comune di Torino e il Comune di Genova sono soci attraverso la società FINANZIARIA SVILUPPO UTILITIES SRL, partecipata paritetica dai due Comuni.

del possesso di una quota superiore al 30 % deriva da vincoli di legge (Finmeccanica) o dalla necessità di evitare scalate ostili, nel caso delle società controllate dagli enti locali, la quota di possesso pubblico sale notevolmente, con una media del 61,34%. Risulta quindi molto solido il controllo da parte degli enti locali sulle *public utility*, che in nessuno dei 9 casi esaminati scende al di sotto della maggioranza assoluta del capitale sociale. Di contro il flottante (calcolato come differenza tra la totalità del capitale e la quota in possesso ad azionisti con più del 2%) nelle *utility* partecipate dagli enti locali arriva ad essere inferiore ad un terzo, ad ulteriore dimostrazione della scarsa contendibilità del controllo.

Lo scenario evidenziato non appare però immune da potenziali conflitti tra la necessità del mantenimento della proprietà in capo al soggetto pubblico e le opportunità che possono derivare dall'evoluzione che il settore dei servizi di pubblica utilità sta attraversando.

Le imprese sono infatti per loro natura portate ad accrescere le proprie dimensioni, in modo da accrescere la capacità competitiva e acquisire nuove risorse sul mercato, attraverso operazioni di acquisizione, aggregazione o di alleanza con altre imprese.

Queste operazioni comportano solitamente la ridefinizione degli assetti proprietari, a seguito dello scambio di quote del capitale sociale delle imprese interessate. Pur di non vedersi diluire la propria quota di controllo e mantenere le prerogative di indirizzo esercitabili in qualità di azionista di maggioranza, spesso gli enti locali hanno limitato lo stesso progresso e sviluppo industriale delle imprese da loro partecipate; ciò avviene anche per il fatto che gli enti locali appaiono generalmente sprovvisti di forme alternative di indirizzo e controllo che non siano il possesso della maggioranza del capitale sociale delle imprese privatizzate.

Sarebbe importante invece a parere di chi scrive che gli enti locali lavorino per ridefinire il proprio ruolo e le modalità di esercizio dei propri poteri di indirizzo e controllo, superando quanto attualmente riscontrato, che vede come unica forma di esercizio di tali funzioni il possesso della maggioranza del capitale sociale e la diretta rappresentanza negli organi di governo dell'impresa.

Il ruolo fondamentale rivestito dall'ente locale-proprietario è dimostrato soprattutto dalle clausole inserite all'interno degli statuti societari che limitano il possesso di quote azionarie a soggetti diversi da (i) Comuni espressamente individuati o da (ii) soggetti pubblici (anche se non espressamente individuati).

La tabella che segue (*tabella 3*) evidenzia come tutti gli Statuti, ad eccezione di quelli di Acque Potabili e Ascopiave, prevedano una soglia massima a tale possesso azionario, che va dal 2% del Gruppo Hera all’8% di Acea.

Tabella 3 – Vincoli alla partecipazione di soggetti privati

Società	Vincolo a proprietà non pubblica	%	Descrizione
Eni	SI	3%	In applicazione delle norme speciali di cui alla legge n. 474 del 1994.
Enel	SI	3%	In applicazione delle norme speciali di cui alla legge n. 474 del 1994.
Finmeccanica	SI	3%	In applicazione delle norme speciali di cui alla legge n. 474 del 1994.
A2A	SI	5%	Limite per soci diversi dal Comune di Brescia o di Milano.
Acea	SI	8%	Limite per soci diversi dal Comune di Roma.
Acegas-Aps	SI	5%	Limite per soci diversi da enti pubblici locali o società da questi controllate.
Acque Potabili	NO	-	-
ACSM	SI	4%	Limite per soci diversi dal Comune di Como o Monza.
Ascopiave	NO	-	-
Enìa	SI	5%	Limite per soci diversi da quelli pubblici.
Hera	SI	2%	Limite per soci diversi da Comuni, Province o Consorzi.
Iride	SI	5%	Limite per soci diversi dalla Società Controllante.

La previsione di questa soglia al possesso azionario non è comunque del tutto vincolante, nel senso che va ad incidere soprattutto sulla possibilità di esercizio dei diritti sulle azioni eccedenti tale limite, e non sul possesso in sé delle azioni (che daranno comunque diritto alla distribuzione degli eventuali utili derivanti dalla gestione); si legge ad esempio all’art. 6 dello Statuto Acea che *“con l’eccezione del Comune di Roma e sue controllate che acquisiscano la qualità di socio, nessun socio potrà detenere una partecipazione azionaria maggiore dell’8% del capitale sociale. In caso di inosservanza, il socio non potrà esercitare il diritto di voto sulla partecipazione eccedente tale limite e le deliberazioni adottate con il voto determinante delle azioni cui non sarebbe spettato il diritto di voto ai sensi di questo Art. 6 sono impugnabili ai sensi e con le modalità di cui all’art. 2377 cod. civ.. Le azioni per le quali non può essere esercitato il diritto di voto sono comunque computate ai fini della regolare costituzione dell’assemblea”*.

Per quanto riguarda il Consiglio di Amministrazione, si è cercato di indagare quelle variabili e quegli indicatori ritenuti maggiormente significativi, in grado di fungere come *proxy* del funzionamento del CdA.

Riguardo la dimensione dei CdA, questa viene comunemente considerata come un elemento chiave per la valutazione della struttura; ci siamo già soffermati in precedenza (cfr. cap. 2 par. 1.3) sulle diverse impostazioni presenti in letteratura relativamente alle caratteristiche che deve possedere il miglior Consiglio di Amministrazione, in termini di composizione e regole di funzionamento. Abbiamo visto come le varie ricerche condotte non abbiano portato a dei risultati univoci, anche se generalmente si è convenuto come, in linea di massima, il numero congruo di consiglieri di un CdA debba essere compreso tra 8 e 15, 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 *tabella 4* mostra una sintesi delle caratteristiche riscontrate nei CdA delle società oggetto di studio, utili per proporre alcune riflessioni ed operare un confronto rispetto alla totalità delle società quotate in Italia.

Tabella 4 – Caratteristiche dei CdA

Società	N°	Nominati Socio di controllo	Esec.	Non esec.	Ind.	Indip. TUF	Indip. Codice Autodisciplina	% minima present. liste
Eni	9	6	2	7	7	SI	SI	1%
Enel	9	6	2	7	7	SI	NO	1%
Finmeccanica	12	8	1	11	9	SI	SI	1%
Media	10	6,66	1,66	8,33	7,66	-	-	1%
A2A	8	8 ⁴¹	3	5	3	4	3	1% ⁴²
Acea	9	5*	2	7	7	7	7	1%
Acegas-Aps	13	10	2	11	11 ⁴³	10	10	1%
Acque Potabili	9	8	4	5	1	NO	NO	2%
ACSM	10	8	1	9	7 ⁴⁴	SI	SI	2%
Ascopiave	5	4	1	4	2	SI	SI	2,50%

⁴¹ I membri del Consiglio di Sorveglianza sono 15, nominati 6 dal Comune di Brescia, 6 da quello di Milano ed i restanti 3 con voto di lista. Il Consiglio di Gestione (nominato dal Consiglio di Sorveglianza) si elegge con voto di lista ma, dal momento che per poter presentare una lista occorrono almeno 6 Consiglieri di Sorveglianza, di fatto il Consiglio di Gestione è espressione diretta dei soli 2 Comuni.

⁴² La percentuale si riferisce a quella necessaria per presentare una lista per l'elezioni del Consiglio di Sorveglianza.

⁴³ Il CdA ha accertato la sussistenza dei requisiti di indipendenza solo in 10 degli 11 membri dichiarati.

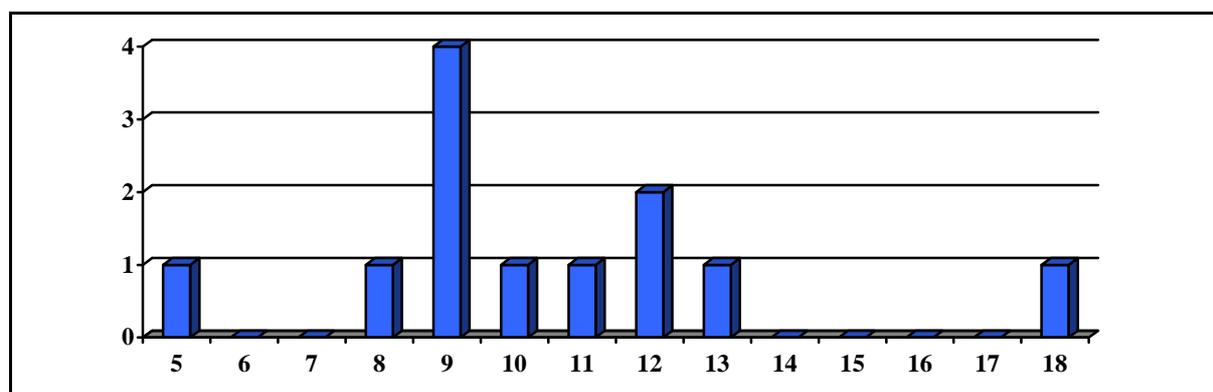
⁴⁴ Tra i 7 consiglieri che si sono dichiarati indipendenti figura anche il Presidente, che ha dichiarato di essere in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dal TUF nonostante sia l'unico membro esecutivo del CdA.

Enìa	11	8*	5	6	6	SI	SI	1%
Hera	18	14*	2	16	16	SI	SI	1%
Iride	12	10	2	10	9	SI	SI	1%
Media	10,5	8,33	2,4	8,1	6,88	-	-	1,38%

* La nomina da parte del socio pubblico avviene per nomina diretta

Nelle imprese considerate, come è ben evidenziato anche nel *grafico 1*, nell'intervallo tra 8 e 13 consiglieri rientrano quasi tutte le società esaminate; si trovano agli estremi, come casi limite, il Gruppo Hera, con una struttura proprietaria estremamente frammentata, con ben 18 consiglieri e Ascopiave, con solo 5 consiglieri. La media di consiglieri delle società quotate italiane (dati ASSONIME 2009) è pari a 9,8, tendenzialmente in linea con quanto osservato nelle società oggetto di indagine.

Grafico 1 – Distribuzione frequenza numero amministratori



Attraverso lo studio della composizione del CdA e delle modalità con le quali questo viene nominato da parte dei soci, è stato possibile individuare la parte degli amministratori nominati dal socio o dai soci di controllo. Per quanto riguarda le tre società statali, i due terzi degli amministratori sono nominati dal socio pubblico, contro una partecipazione media di questo al capitale delle società stesse pari a circa un terzo.

Nel caso delle società controllate dagli enti locali, tale quota arriva a toccare l'80% dell'intero CdA, con il caso limite di A2A dove, essendo in utilizzo il sistema duale, grazie alla maggioranza della presenza nel Consiglio di Sorveglianza ed al meccanismo del voto di lista, il socio di controllo riesce a nominare la totalità dei membri del Consiglio di Gestione.

A fronte di un 60% circa di proprietà in mano ai soggetti pubblici, il controllo di circa l'80% del CdA non appare così eccessivo come potrebbe sembrare; è proprio la parte di capitale in mano a soci privati ad essere esigua, non tanto la rappresentanza di questi all'interno del CdA.

Sotto il profilo dei meccanismi di nomina, i modelli di riferimento seguiti sono due: in tre casi lo Statuto prevede un meccanismo di tipo *golden share* che garantisce all’ente locale un potere di nomina diretta sulla maggioranza dei componenti, lasciando la scelta dei restanti all’assemblea sulla base di liste, con astensione dal voto dell’ente locale. Negli altri casi invece le nomine sono basate su liste, con un premio di maggioranza per la lista che ottiene il maggior numero di voti. La percentuale di possesso di capitale necessaria per poter presentare le liste risulta generalmente uniformata all’1% per la maggior parte delle società osservate, ad eccezione di alcune che hanno previsto la necessità di un possesso maggiore, come Ascopiave, ACSM e Acque Potabili.

Per quanto riguarda l’*outsider ratio*, ovvero il rapporto tra il numero degli amministratori indipendenti in riferimento al totale dei membri del CdA, possiamo notare come la media sia del 76% per le società controllate dallo Stato e del 65% per quelle controllate dagli enti locali; la *tabella 5* mostra nello specifico tale indicatore per singola società.

Tabella 5 – *Outsider ratio*

Società	N° Amministratori	Indipendenti	Outsider Ratio
Eni	9	7	78%
Enel	9	7	78%
Finmeccanica	12	9	75%
Media	10	7,66	76,6%
A2A	8	3	37,5%
Acea	9	7	78%
Acegas-Aps	13	11	85%
Acque Potabili	9	1	11%
ACSM	10	7	70%
Ascopiave	5	2	40%
Enìa	11	6	54,5%
Hera	18	16	89%
Iride	12	9	75%
Media	10,5	6,88	65%

Mentre si riscontra una generale uniformità tra le tre società controllate dallo Stato, per il caso delle *utility* possiamo vedere come ci sia disomogeneità nell’*outsider ratio*, con un minimo di un solo amministratore indipendente nel caso di Acque Potabili⁴⁵ ed un massimo di 16

⁴⁵ Nonostante l’art. 147-ter comma 4 del TUF stabilisca per i CdA con più di sette membri la presenza di almeno due indipendenti e lo Statuto abbia recepito tale indicazione, la relazione sulla Corporate Governance della Società indica che un solo membro del CdA, Alberto Eichholzer, può essere qualificato come indipendente.

amministratori su 18 del Gruppo Hera. La presenza di consiglieri indipendenti appare particolarmente utile in imprese come le *utility*, caratterizzate da una elevata eterogeneità degli *stakeholder* aziendali, sia di natura economico-imprenditoriale che politico-sociale⁴⁶.

Confrontando questi dati con la media di amministratori indipendenti all'interno dei CdA delle società quotate in Italia, si nota come tale presenza sia pari al 36,3%, ben al di sotto di quanto riscontrato nell'indagine. Questo potrebbe portare superficialmente a concludere che nel contesto delle società a partecipazione pubblica i Consiglieri posseggano delle qualità tali da farli risultare indipendenti rispetto alla media nazionale. Il problema però è che la definizione di quelle che possono essere considerate le condizioni d'indipendenza non è di facile soluzione, vista l'ampiezza delle relazioni con il proprietario pubblico, che si presta a potenziali atteggiamenti opportunistici. In effetti, l'indipendenza degli amministratori è difficilmente apprezzabile: anche quando un amministratore viene considerato formalmente indipendente dall'impresa (ai sensi del TUF piuttosto che del Codice di Autodisciplina), ciò non esclude l'eventuale esistenza di collegamenti con taluni amministratori locali. La possibile soluzione potrebbe essere quella di aumentare il grado di trasparenza sui processi di selezione di queste figure, in modo da mostrare la reale indipendenza degli amministratori, anche attraverso la diffusione di un'adeguata informativa sull'esperienza, sul curriculum e sulla professionalità di tali figure, che non si limiti, come vedremo più avanti, ad una semplice descrizione sintetica e formale dell'esperienza maturata e a fornire alcune generiche informazioni.

Proseguendo, nella *tabella 6* sono stati evidenziati i dati raccolti in riferimento alla presenza dei comitati suggeriti dal Codice di Autodisciplina (Controllo Interno, Remunerazione, Nomine) e alle riunioni che si sono svolte degli stessi; viene inoltre presentato, per quanto riguarda il Consiglio di Amministrazione, il dato relativo al numero di riunioni e alla presenza degli amministratori. Il numero di riunioni del CdA e dei comitati può essere utilizzato come *proxy* del loro funzionamento, potendo anche trarre alcune considerazioni sul contributo effettivo alla gestione strategica dell'impresa.

⁴⁶ ELEFANTI M., CERRATO D. (2008), *La governance delle imprese pubbliche locali*, Università Cattolica del Sacro Cuore.

Tabella 6 – Riunioni CdA e Comitati (2007)

Società	Numero riunioni CdA	Presenza Amministratori	Comitato Controllo Interno	Comitato Remunerazione	Comitato Nomine
Eni	25	90%	SI (14)	SI (4)	NO
Enel	21	95%	SI (8)	SI (6)	NO
Finmeccanica	15	90%	SI (10)	SI (5)	NO
Media	20,3	-	SI (10,6)	SI (5)	-
A2A ⁴⁷	8	95%	SI (3)	SI	SI
Acea	9	85%	SI (5)	SI	NO
Acegas-Aps	12	90-95%	SI (7)	SI	NO
Acque Potabili	9	90-95%	NO	NO	NO
ACSM	18	-	SI (4)	SI (1)	NO
Ascopiave	11	100%	SI (13)	SI (6)	NO
Enia	15	90%	SI (3)	SI (1)	NO
Hera	12	90%	SI (5)	SI (2)	NO
Iride	10	-	SI	SI	-
Media	11,5	-	-	-	-

Ovviamente non è possibile stabilire a priori il numero di riunioni ottimali che un CdA dovrebbe svolgere; è possibile comunque avanzare alcune considerazioni in merito ai dati presentati:

- l’operatività dei CdA risulta particolarmente intensa, con una netta separazione tra le società partecipate dallo Stato, dove (a conferma della maggior complessità dell’attività svolta) le riunioni medie sono di 20,3 per il 2007, e le *utility* controllate dagli enti locali, con una media di riunioni pari a 11,5. Va tenuto presente che il numero medio di riunioni per le società quotate è di 10,1 (Assonime 2009);
- si riscontra una significativa variabilità tra le imprese osservate; analizzando solo le società a controllo locale, si può notare come si passi dalle 9 riunioni di Acea e Acque Potabili alle 18 di ACSM.

Per quanto riguarda la partecipazione degli amministratori alle riunioni del CdA, occorre anzitutto evidenziare come vi sia una generale buona trasparenza nelle relazioni delle società in merito a tale aspetto, a dimostrazione di un impegno diffuso nel presentare agli *stakeholder* l’operatività degli organi societari; i dati mostrano come tale partecipazione sia generalmente elevata (superiore al 90%).

⁴⁷ Il dato presentato nella relazione sulla *corporate governance* è quello relativo al 2008, dal giorno dell’insediamento del nuovo Consiglio di Gestione (10 maggio 2008), pari a 5 riunioni, più altre 3 stimate fino a fine anno.

Nell'analisi invece delle informazioni relative ai tre comitati consigliati maggiormente dal Codice di Autodisciplina, i risultati sono diversi; se infatti si riscontra una buona presenza dei comitati relativi al controllo interno e remunerazione, assenti solo in una società di tutto il campo di osservazione (Acque Potabili), per il comitato nomine abbiamo la situazione inversa. Questo infatti risulta istituito solamente in un caso (A2A), laddove le altre società sostengono generalmente che la mancata necessità di tale organo sia dovuta al meccanismo di nomina degli amministratori basato sul voto di lista.

Ora, come anche ricordato dal Codice di Autodisciplina, tra le funzioni attribuite al Comitato per le Nomine vi è anche quella di *“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”*; dunque, a parere anche di chi scrive, tale lacuna nella quasi totalità delle società analizzate risulta non giustificabile.

A completamento di quanto finora rappresentato, nella *tabella 7* vengono esposti i risultati in merito agli incarichi svolti dagli amministratori ed alle policy adottate dalle società per mettere dei vincoli al numero massimo di incarichi possibili.

Al riguardo, lo stesso Codice di Autodisciplina prevede al punto 1.C.3 che *“Il consiglio esprime il proprio orientamento in merito al numero massimo di incarichi di amministratore o sindaco nelle società di cui al paragrafo precedente [società quotate in mercati regolamentati (anche esteri), in società finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni] che possa essere considerato compatibile con un efficace svolgimento dell'incarico di amministratore dell'emittente. A tal fine individua criteri generali differenziati in ragione dell'impegno connesso a ciascun ruolo (di consigliere esecutivo, non esecutivo o indipendente), anche in relazione alla natura e alle dimensioni delle società in cui gli incarichi sono ricoperti nonché alla loro eventuale appartenenza al gruppo dell'emittente; può altresì tenersi conto della partecipazione dei consiglieri ai comitati costituiti all'interno del consiglio”*.

Tabella 7 – Incarichi Amministratori

Società	N°	Amm.ri con altri incarichi	Media altri incarichi (su tutto CdA)	Media altri incarichi (solo per membri con altri incarichi)	Numero massimo di altri incarichi
Eni	9	6	2,55	3,83	da 3 a 6 a seconda del ruolo ⁴⁸
Enel	9	6	1,44	2,16	Policy su numero massimo di incarichi in altre società di rilevanti dimensioni
Finmeccanica	12	6	0,66	1,33	5
Media	10	6	1,46	2,44	-
A2A	8	7	3,37	3,85	NO
Acea	9	9	4,11	4,11	5 compreso quello in ACEA, su proposta del Comitato Interno
Acegas-Aps	13	4	1,85	6	NO
Acque Potabili	9	6	3,11	4,66	NO
ACSM	10	-	-	-	NO
Ascopiave	5	5	4	4	NO
Enìa	11	9	1,81	2,22	6 incarichi calcolati con sistema di pesi
Hera	18	-	-	-	2 per i consiglieri non esecutivi e 1 per quelli esecutivi
Iride	12	11	2,83	3,1	NO
Media	9,5⁴⁹	7,3	2,83	3,72	-

Anzitutto possiamo notare come circa il 60% dei Consiglieri delle tre società controllate dallo Stato svolga incarichi anche presso altre società, contro circa il 75% delle società partecipate dagli enti locali; mediamente gli altri incarichi svolti, calcolati sui soli amministratori con altri incarichi, sono rispettivamente 2,44 e 3,72, a fronte di un dato relativo a tutte le società quotate pari a 3,32 incarichi per amministratore. Non risulta quindi uno scostamento significativo tra i dati tale da condurre a particolari considerazioni.

Riguardo la proposta rappresentata dal Codice di Autodisciplina sulla necessità di predisporre dei criteri per l’individuazione del numero massimo di incarichi esercitabili da ciascun amministratore, occorre evidenziare come le informazioni fornite dalle società siano alquanto frammentate e poco puntuali. Alcune dichiarano di aver strutturato un sistema di pesi per

⁴⁸ Sono escluse le cariche ricoperte in società del Gruppo Eni.

⁴⁹ La media del numero degli amministratori è stata indicata pari a 9,5 (anziché 10,5), avendo escluso dal calcolo ACSM e Hera, dal momento che per queste due società non è stato possibile reperire il dati relativi alle colonne successive. Anche nei calcoli seguenti il numero degli amministratori delle due società è stato sottratto ai rispettivi calcoli, in modo da rendere i risultati maggiormente significativi

valutare tale numero massimo di incarichi, altre forniscono direttamente una soglia massima, altre ancora non dichiarano di aver provveduto a riflettere su tale aspetto. Non si è in presenza in definitiva di elementi sufficienti per poter avanzare ulteriori considerazioni su questo particolare aspetto.

4.3 L'analisi delle professionalità

Di seguito viene fornita l'analisi svolta su un particolare aspetto indagato nelle società oggetto dello studio, ovvero le competenze riscontrate all'interno dei Consigli di Amministrazione; data la particolare rilevanza di tale aspetto, si è scelto di trattarla separatamente dal resto dello studio.

Occorre, però, prima di presentare le osservazioni personali in merito all'analisi dei dati raccolti, fornire alcune considerazioni metodologiche per chiarire meglio la modalità con la quale è stata svolta l'indagine.

Anzitutto si è scelto di analizzare solamente le nove società partecipate dagli enti pubblici territoriali, escludendo le tre società controllate a livello statale, ritenendo di maggior interesse indagare le professionalità presenti all'interno dei loro CdA, dal momento che le competenze dei Consiglieri delle società controllate dallo Stato risultano a livelli decisamente non opinabili.

Per le altre società si è proceduto anzitutto con la raccolta di tutti i *curriculum vitae* messi a disposizione dalle società stesse, riguardanti i Consiglieri attualmente in carica, anche se eletti nel 2008 o 2009, a differenza delle analisi precedentemente esposte che riguardavano l'esercizio 2007 (descritto nelle relazioni sulla Corporate Governance del 2008).

In relazione alla reperibilità dei curriculum, anche questa è stata oggetto di valutazione, con riferimento alla facilità riscontrata nel venirne in possesso (a seconda che gli stessi venissero proposti nella relazione sulla *corporate governance*, sul sito aziendale, in documenti assembleari o non reperibili su questi canali).

Per poter essere in grado di valutare compiutamente le professionalità e i curriculum, relativamente ai dati giudicati scarsi, si è proceduto a farne esplicita richiesta alle società attraverso il canale dedicato alle *investor relation*, senza ottenere comunque delle risposte valide ed esaustive, a parte delle indicazioni generiche peraltro poco utilizzabili.

Tutti i curriculum così raccolti (94) sono stati analizzati da un gruppo di tre persone, in modo da poter ottenere dei giudizi il più possibile attendibili, i quali hanno attribuito dei punteggi in relazione ai seguenti parametri:

- Giudizio sul profilo professionale (1min – 10max);
- Esaustività del cv (1 min – 5 max);
- Esperienze politiche precedenti (SI-NO);
- Possesso dei c.d. *positive attributes*⁵⁰, ovvero alcune qualità che vengono identificate come desiderabili per *board* effettivamente indipendenti; nello specifico è stato scelto di valutare tre⁵¹ di questi *attributes*:
 - A. *Having an adequate professional background* (SI-NO)
 - B. *Being able to furnish their experience and knowledge in furtherance of the governance of the company* (SI-NO)
 - C. *Showing integrity and the highest ethical standards* (SI-NO).

La *tabella 8* mostra i primi dati aggregati sull'analisi effettuata; in particolare vengono rappresentate per ciascuna società la media dei punteggi ottenuti dai propri Consiglieri in riferimento alle variabili oggetto di valutazione e il numero di coloro che sono stati valutati con esperienze politiche pregresse ed in possesso dei “*positive attributes*”.

⁵⁰Il principio VI.E OECD enfatizza un particolare risultato, ovvero che i CDA siano in grado di esercitare un giudizio obiettivo e indipendente, piuttosto che raccomandare specificamente che i membri del CDA mantengano uno status indipendente in accordo a criteri previamente determinati. E' opinione generale, comunque, che individui che non affrontano situazioni di conflitto di interessi troveranno più facile esercitare un giudizio obiettivo e indipendente rispetto a coloro che versano in situazioni di conflitto di interessi.

In accordo a questa opinione, molte giurisdizioni hanno deciso di adottare degli standard di indipendenza che specificano quelle relazioni, circostanze o condizioni che potrebbero dar luogo a una presunzione negativa o a una determinazione conclusiva circa la possibilità che i membri di un board non siano indipendenti.

Le annotazioni al principio VI.E OECD, comunque, evidenziano come questi criteri negativi possano essere utilmente completati attraverso esempi positivi di qualità che possono accrescere le probabilità di una effettiva indipendenza; OECD (2007), *Board independence of listed companies*, Technical committee of the international organization of securities commissions, March.

⁵¹ Si è scelto la valutazione solamente di questi tre *attributes*, a fronte dei 6 proposti dal report, ritenendo che siano gli unici ravvisabili, anche se comunque con un notevole grado di discrezionalità, dall'analisi dei curriculum.

Tabella 8 – Competenze Consiglieri di Amministrazione

Società	N°	Giudizio (1-10)	Esaust. (1-5)	Reperibilità (1-5)	Esperienze politiche	Positive attributes		
						A	B	C
A2A	8	7,00	2,63	5	2	6	5	1
Acea	9	6,89	1,00	4	0	5	3	0
Acegas-Aps ⁵²	12	6,58	3,33	3	5	4	6	1
Acque Potabili	9	7,67	3,22	3	0	8	6	4
ACSM ⁵³	10	6,30	3,20	2	2	6	5	1
Ascopiave	5	5,80	3,00	3	2	1	2	1
Enia	11	8,00	3,73	4	1	9	8	3
Hera	18	6,75	3,33	4	9	12	12	6
Iride	12	8,25	4,00	5	5	9	9	2
TOTALE	94	7,1	3,14	3,66	27,7%	64%	60%	20%

Possiamo notare come i 94 Consiglieri analizzati abbiano ottenuto in media un giudizio pari a 7,1 su 10, anche se la variabilità tra i risultati ottenuti dalle diverse società è alquanto elevata, con un minimo di 5,8 ottenuto da Ascopiave ed un massimo di 8,25 ottenuto dal Gruppo Iride. L'esaustività dei curriculum messi a disposizione dalle società, a parte il caso emblematico di Acea, dove viene fornita una descrizione di appena un paio di righe per soggetto, è generalmente omogenea, collocandosi a metà del *range* di valutazione; stesso discorso vale per la reperibilità dei dati necessari alla valutazione delle competenze, che si attesta in media sul 3,66. Interessante il dato relativo agli amministratori con pregresse esperienze politiche, su cui torneremo nello specifico tra breve, il quale mostra come più di un quarto degli amministratori abbiano ricoperto incarichi politici, con il caso del Gruppo Hera dove la metà esatta dei Consiglieri si trova in questa condizione.

Per cercare di costruire una tabella che potesse dare un punteggio onnicomprensivo per ciascuna società, premiando gli amministratori con determinate caratteristiche, si è anzitutto ponderato i risultati relativi a giudizio (70%), reperibilità (15%) ed esaustività (15%); dopodiché tale valore è stato incrementato di un coefficiente pari a:

- ✓ + 15% per gli amministratori indipendenti;
- ✓ + 10% per coloro in possesso del positive attributes A;
- ✓ + 10% per coloro in possesso del positive attributes B;

⁵² Anche se i membri del CdA risultano 13 i cv valutati sono stati 12 dal momento che non è stato possibile reperire il cv di un amministratore, Massimo Malaguti, nominato per cooptazione il 2 agosto 2007 a seguito delle dimissioni di un Consigliere.

⁵³ Sono stati valutati i curriculum dei Consiglieri nominati nell'Assemblea del 20-21 febbraio 2009, dal momento che i cv dei Consiglieri precedenti in carica non sono risultati reperibili; si è scelto dunque di valutare questi curriculum piuttosto che non inserire alcun dato.

✓ + 5% per coloro in possesso del positive attributes C.

In tal modo il punteggio ottenuto da ciascun amministratore può essere compreso tra 1,3 e 14; normalizzando i risultati così generati all’interno del classico intervallo di riferimento da 1 a 10 e ricalcolando le medie per ogni singola società, si ottiene quanto rappresentato nella *tabella 9*:

Tabella 9 – Competenze Consiglieri di Amministrazione ponderate

Società	N°	Media normalizzata (1-10)
Iride	12	7,75
Eni	11	7,16
Hera	18	6,43
A2A	8	6,23
Acque Potabili	9	6,22
Acegas-Aps	12	5,68
Acea	9	5,50
ACSM	10	4,96
Ascopiave	5	4,81
TOTALE	94	6,1

Ovviamente non è tanto importante in questa nuova tabella il punteggio assoluto ottenuto da ciascuna società, quanto piuttosto la graduatoria che in questo modo si è venuta a formare, che premia anche altri elementi tra quelli raccolti, non direttamente comparabili nella tabella precedente.

La parte maggiormente significativa dello studio sui cv degli amministratori ha riguardato l’analisi del ruolo degli amministratori con pregressi incarichi politici, cercando di studiare la relazione con le altre variabili indagate. Anzitutto occorre qui evidenziare come il Codice di Autodisciplina, nel commentare i requisiti desiderabili ai fini dell’indipendenza degli amministratori, ritiene debbano essere prese in considerazioni anche relazioni diverse da quelle economiche; si legge infatti come “*negli emittenti a controllo pubblico, l’eventuale attività politica svolta in via continuativa da un amministratore potrebbe essere presa in considerazione ai fini della valutazione della sua indipendenza*”.

In Italia purtroppo, per prassi e costume, nelle imprese “privatizzate” stenta ad affermarsi l’indipendenza e l’autonomia del *management*. Si è assistito frequentemente a casi di commistione tra amministrazione di impresa e scelte politiche, tali da influenzare processi e decisioni del *management*. L’amministrazione e il controllo dell’impresa di pubblica utilità è

assoggettata spesso ad accordi informali e meccanismi di influenza politica nelle decisioni dei vertici aziendali; abbiamo visto come l’ente locale ha tendenzialmente mantenuto il diritto di nominare la quasi totalità dei componenti degli organi di governo aziendale, esercitando frequentemente tali prerogative in base a processi e ragionamenti fortemente politici. Talvolta le procedure di nomina hanno assunto più le caratteristiche di mandati politici che di responsabilizzazione verso l’amministrazione delle società.

Di seguito verranno presentate alcune tabelle con l’obiettivo di valutare se c’è una relazione tra il ruolo politico svolto e la carica in possesso all’interno del CdA.

La *tabella 10* mostra il legame tra la figura dell’*amministratore-ex politico* e il processo che ha condotto alla sua nomina all’interno della società.

Tabella 10 – Amministratori presentati da soci con distinzione su incarichi politici

	Amministratori con cariche politiche pregresse	Amministratori senza cariche politiche pregresse	TOT
Lista presentata da socio pubblico	23	51	74
Lista di minoranza	3	17	20
TOT	26	68	94

Si può subito notare come vi sia una buona correlazione tra l’amministratore con pregresse cariche politiche ed il soggetto che l’ha proposto alla nomina: 23 dei 26 consiglieri risultano infatti presentati dal socio di maggioranza, ovvero l’ente locale di riferimento. Quindi dei 74 consiglieri di spettanza pubblica, il 31% ha ricoperto cariche politiche; dei 20 nominati dalle liste di minoranza invece, solo il 15% risulta ex politico.

La *tabella 11* evidenzia a sua volta un aspetto interessante: dei 26 *amministratori ex-politici*, 18 risultano essere stati qualificati come indipendenti, nonostante quello che si è evidenziato in merito alle considerazioni formulate nel Codice di Autodisciplina.

Tabella 11 – Amministratori indipendenti con distinzione per incarichi politici

	Amministratori con cariche politiche pregresse	Amministratori senza cariche politiche pregresse	TOT
Amministratori indipendenti	18 (15 di nomina pubb.)	39	57
Amministratori non indipendenti	8	29	37
TOT	26	68	94

Ci saremmo aspettati una situazione quanto meno inversa, con una maggioranza di amministratori non indipendenti per questa particolare figura; dei 18 indipendenti evidenziati in tabella, invece, ben 15 sono anche di nomina del socio pubblico, a maggior rafforzamento di quanto rappresentato.

Nelle tabelle seguenti vengono invece presentati i giudizi ottenuti dai cv degli amministratori ed il possesso o meno dei *positive attributes*, distinti sempre in relazione all’esperienza pregressa di natura politica.

Nella prima tabella (*tabella 12*) viene presentato un quadro di insieme dei giudizi ottenuti dai cv degli amministratori delle società oggetto di indagine, in modo da fornire una distribuzione dei punteggi meno aggregata, così da poter avanzare qualche considerazione personale.

Tabella 12 – Giudizi dei cv distinti per categorie di amministratori

	Giudizio cv	Numerosità
Appartenenti alla lista presentata dal socio pubblico	7,23	74
Appartenenti alla lista di minoranza	6,6	20
Indipendenti	6,88	57
Non indipendenti	7,43	37
Con cariche politiche pregresse	6,42	26
Senza cariche politiche pregresse	7,35	68
Media	7,1	-

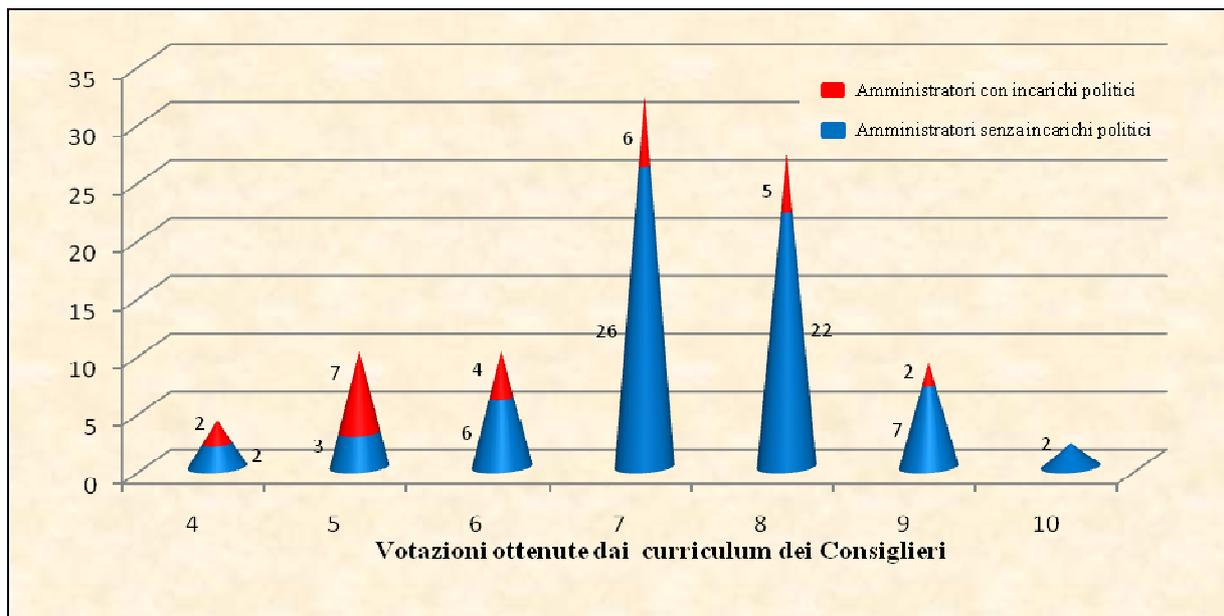
Uno sguardo ai dati rappresentati evidenzia anzitutto come vi sia una considerevole differenza nei punteggi ottenuti dagli amministratori rientranti nei vari *cluster* individuati, a fronte di un punteggio medio ottenuto dalla totalità della popolazione di riferimento di 7,1.

Gli amministratori appartenenti alla lista presentata dal socio pubblico, pari a 74, hanno ottenuto un punteggio superiore a quelli appartenenti alle liste di minoranza, a dimostrazione di come la semplice “nomina” pubblica di un consigliere non sia di per sé sintomatica di una scarsa professionalità in capo al soggetto chiamato a ricoprire una determinata carica. Per quanto riguarda l’indipendenza, invece, notiamo che sono proprio i soggetti qualificati come non indipendenti a risultare maggiormente competenti, fermo restando le considerazioni sopra esposte sulla scarsa qualificazione del concetto di indipendenza nelle società analizzate.

Netta è poi la differenza riscontrata nelle valutazioni ottenute dagli amministratori distinti in relazione all’esperienza politica, con i 26 *amministratori ex-politici* che hanno conseguito un punteggio molto più basso rispetto alla media delle valutazioni.

Tale ultima considerazione è ben evidenziata anche dal *grafico 2*, dove viene rappresentata la distribuzione dei voti ottenuto dai cv dei diversi amministratori, mostrando per ciascuna frequenza la ripartizione tra le due tipologie di amministratori.

Grafico 2 – Distribuzione dei voti ottenuti dai cv con distinzione per incarichi politici



E’ ben evidente come nelle fasce basse di valutazione la presenza relativa della figura dell’*amministratore ex-politico* sia molto elevata, a differenza di quanto avviene nella fascia di voti più alta.

Per quanto riguarda l’analisi dei “positive attributes”, rappresentati nelle due tabelle che seguono, possiamo notare alcuni dati interessanti.

Tabella 13 – Positive attributes A e B distinti per incarichi politici

	Solo A	Solo B	Sia A che B	Né A né B	TOT
Amministratori con cariche politiche pregresse	1	4	9	12	26
Amministratori senza cariche politiche pregresse	13	6	37	12	68
TOT	14	10	46	24	94

La *tabella 13* mostra il possesso dei primi due dei tre *attribute* indagati, inerenti sostanzialmente il *background* professionale del soggetto e la sua capacità di fornire la propria esperienza al servizio della società. Si può subito notare come dei 26 *amministratori ex-politici*, ben 12 sono stati giudicati carenti di entrambi gli *attribute* (il 46%), contro il 18% dell’altro raggruppamento. Il requisito A appare molto carente in capo agli *amministratori ex-politici*, mentre sul requisito B la loro forza relativa è maggiore (15% a fronte del 9%); ciò può essere spiegato con la maggior attitudine riconosciuta in chi ha avuto esperienze politiche a fornire le proprie competenze e conoscenze al servizio della società, anche se non ottenute in settori professionali necessariamente affini al tipo di incarico ricoperto.

Il requisito C invece (*tabella 14*), inerente il possesso di alti *standard* etici, risulta maggiormente presente (sempre dal punto di vista relativo) negli *amministratori ex-politici*, con un 35% a fronte del 15%.

Tabella 14 – Positive attribute C distinto per incarichi politici

	C	Non C	TOT
Amministratori con cariche politiche pregresse	9	17	26
Amministratori senza cariche politiche pregresse	10	58	68
TOT	19	75	94

Una spiegazione a tale aspetto può essere anche ricercata nella modalità stessa con la quale si è scelto di attribuire il possesso di tale *attribute* nell’analisi dei cv; si è ritenuto di giudicare i soggetti in possesso di *standard* etici elevati qualora abbiano ricoperto o ricoprano incarichi o svolgano attività nel sociale (come fondazioni, onlus, associazioni settore no-profit): tale tipo di incarichi, essendo per lo più di “visibilità istituzionale”, sono spesso conferiti a soggetti con cariche politiche.

In conclusione, si è visto come esista sostanzialmente una differenza tra i risultati dell’analisi svolta sui cv degli amministratori delle società oggetto di indagine, soprattutto quando abbiamo utilizzato come discriminante il possesso di pregresse esperienze politiche.

A parere di chi scrive, all’atto della strutturazione del proprio sistema di *corporate governance*, le imprese dovrebbero essere in grado di definire dei criteri trasparenti per la selezione e la nomina degli amministratori, tali da garantire una composizione del CdA caratterizzata complessivamente dalla presenza di adeguati profili professionali (di consolidata competenza ed esperienza rispetto al ruolo da questi ricoperto nelle scelte

strategiche) che siano anche in grado di saper far proprie le esigenze territoriali e della collettività. Tale aspetto non deve essere coniugato essenzialmente in maniera negativa verso la presenza di componenti con un profilo ed un'esperienza politica.

Infatti, anche considerando la particolare complessità ed eterogeneità delle valutazioni che i vertici sono chiamati a compiere, soprattutto per il particolare tipo di società analizzate, a forte valenza territoriale, può risultare auspicabile la presenza anche di soggetti in grado di interpretare le esigenze dei territori e delle comunità di riferimento. Soprattutto per quanto attiene la capacità di governo della fitta rete di relazioni istituzionali, spesso sono proprio coloro che hanno un'estrazione politica ad essere maggiormente in grado di governare tali situazioni, che spesso condizionano il concreto realizzarsi dei programmi e dei progetti aziendali.

In riferimento anche alla rappresentanza pubblica negli organi di *corporate governance*, questa riveste solitamente una funzione di controllo nell'interesse dell'azionista che rappresenta, e di conseguenza della collettività locale che usufruisce dei servizi erogati. L'eccessiva enfattizzazione del fenomeno però, come a volte è stato riscontrato nell'indagine, può portare in determinate situazioni ad una diminuzione dell'appetibilità delle società in questione, andando ad incidere sulla capacità di acquisizione di consenso e di risorse presso altri *stakeholder*, che non si ritengono adeguatamente tutelati nella relazione con l'impresa.

5. Quale teoria di riferimento per le società quotate a controllo pubblico?

In chiusura di capitolo, appare interessante proporre alcuni spunti di riflessione in merito alle teorie sulla *corporate governance* analizzate nel primo capitolo, cercando di osservarle dall'angolazione delle società a partecipazione pubblica.

Anzitutto occorre considerare, a parere di chi scrive, come non sia di facile individuazione una teoria di riferimento univoca, applicabile in maniera efficace al particolare contesto di riferimento, vista la peculiarità dell'oggetto che è stato studiato. Si è visto come le società a controllo pubblico quotate, anche se assoggettate alle regole di funzionamento tipiche delle società private, presentino comunque delle loro logiche particolari e principi di funzionamento che portano a volte ad accostarle più alle aziende pubbliche in senso stretto,

con meccanismi di organizzazione vicini maggiormente al mondo della P.A., che non alle imprese private. Anche gli obiettivi a cui la gestione aziendale è orientata e gli interessi coinvolti nell'esercizio di un servizio che comunque è destinato alla collettività, fa sì che tali società vadano per forza tenute distinte dall'universo generico delle imprese quotate private.

Ferme restando queste premesse, possiamo vedere se tra le caratteristiche essenziali delle teorie rappresentate sia possibile individuare degli elementi propri anche alle società partecipate dai soggetti pubblici, o cosa si giudica distante da esse.

Abbiamo in precedenza (*cap. 1 par. 5.1*) visto come la Teoria dell'Agenzia, concentrandosi sul conflitto di interesse che si viene a creare tra *principal* e *agent*, attribuisca all'assetto di *governance* il compito di controllare l'operato del *management*, per evitare che comportamenti opportunistici si possano tradurre in *performance* ridotte e, di conseguenza, in una minore ricchezza per gli azionisti.

E' stato anche però rappresentato (*par. 1*) come nel contesto peculiare delle società pubbliche i ruoli di *principal* ed *agent* vadano riattribuiti, nel senso di configurare il primo con il cittadino-azionista, ed il secondo con l'ente territoriale o Stato, che nomina i propri rappresentanti nel CdA. Risulta dunque complesso e non agevole poter ricondurre le caratteristiche principali della teoria in esame al contesto analizzato, che si basa su equilibri sostanzialmente differenti.

Sicuramente è riscontrabile la divergenza di interessi tipica della teoria dell'agenzia, tra il cittadino azionista, che è interessato alla gestione efficiente della società, in grado di fornire dei servizi qualitativamente buoni senza appesantire i bilanci degli enti di riferimento, ed il socio pubblico, non sempre orientato verso lo stesso fine.

Questo aspetto è ben riscontrabile dalla presenza degli amministratori con pregresse esperienze politiche all'interno dei CdA esaminati nell'indagine, nonché dalla grande attenzione che suscita nell'opinione pubblica il tema delle nomine nelle società pubbliche, sempre oggetto di accese discussioni politiche. Abbiamo anche visto come i CdA delle società a partecipazione pubblica siano composti per la loro maggioranza da non *executive directors*, con una media superiore a quella delle società quotate, indicazione operativa della teoria dell'agenzia; si rimanda però a quanto già rappresentato nell'indagine sui limiti di tale affermazione.

La numerosità del CdA, risultando in linea con le altre società, non può fornire spunti di riflessione in merito alle indicazioni previste dalla teoria dell'agenzia, che predilige CdA maggiormente numerosi, né dalla Stewardship theory però, orientata verso un numero ristretto di componenti del CdA.

In riferimento a questa seconda teoria, possiamo notare come si potrebbe considerare il soggetto pubblico un po' lo *steward* del cittadino-azionista, in possesso di quelle competenze professionali necessarie per gestire, o in questo caso far gestire, le risorse aziendali con l'obiettivo di fondo di creare valore azionario. Certo è che risulta eccessivo questo tipo di approccio, più teorico che concreto, che considera i *manager* come persone altruiste, fedeli, non inclini ad appropriarsi indebitamente delle risorse della società, in grado di agire in favore dell'organizzazione; sinceramente una situazione troppo idilliaca; questa impostazione avrebbe forse più senso qualora vi fosse un maggior ricambio degli amministratori, o meglio quando tale ricambio avvenisse a fronte dei risultati ottenuti dagli amministratori, anziché sottendere a logiche essenzialmente di natura politica e di gestione del consenso.

La teoria della dipendenza dalle risorse, secondo cui le organizzazioni esercitano un controllo sull'ambiente esterno per garantirsi la disponibilità delle risorse necessarie alla propria continuità aziendale, attraverso un'attività di legittimazione esterna o *networking* che le porta a relazionarsi con i principali attori dell'*establishment* economico e politico, sembrerebbe ben adattarsi al contesto delle società a partecipazione pubblica. Proprio questo tipo di imprese infatti, maggiormente rispetto ad altre, possono avere la necessità di creare un network di relazioni tale da permettergli di operare meglio nei contesti territoriali di riferimento.

Gli assunti di questa teoria però, come abbiamo già visto, si basano sulla presenza all'interno del CdA degli *interlocking directors*, che hanno l'obiettivo di creare legami con altre istituzioni, in modo da accrescere le risorse esterne utilizzabili dal *management*. Dall'analisi dei CdA delle società oggetto dell'indagine è risultato, però, come, dei 94 Consiglieri delle 9 public utility, nessuno ricopra un incarico in una almeno delle altre società del campo di indagine, nonostante questo potrebbe risultare potenzialmente utile per creare delle sinergie operative tra società dello stesso settore di attività. Da questo punto di vista

appare dunque difficile poter esprimere un giudizio sul grado di relazioni che tali società riescono a crearsi grazie alle figure presenti all'interno dei loro CdA, fermo restando che la presenza di amministratori con esperienze politiche pregresse ingenera la convinzione che questi meglio di altri saranno in grado di mantenere rapporti con l'*establishment* economico e politico.