

1 Il governo delle imprese

- La rilevanza del tema
- L'evoluzione storica del dibattito
- La concezione ristretta di corporate governance
- La concezione allargata di corporate governance

Il caso Parmalat

Parmalat viene fondata da Calisto Tanzi all'inizio degli anni Sessanta. L'idea imprenditoriale alla base della nascita dell'impresa è quella di vendere il latte, invece che nelle tradizionali bottiglie di vetro a rendere, in contenitori di carta alluminata a perdere. Il nuovo tipo di imballo e l'utilizzo di nuove tecnologie di confezionamento in ambiente asettico permettono alle imprese produttrici di passare dalla commercializzazione del prodotto in ambito locale alla vendita su tutto il territorio nazionale.

Negli anni Ottanta l'impresa inizia a diversificare la propria gamma di prodotti per cogliere le economie di scala e di raggio d'azione implicite in tale scelta. In quel periodo si verifica l'ingresso nella produzione dei succhi di frutta, delle passate di pomodoro, degli yogurt e dei prodotti da forno.

Negli anni Novanta inizia la realizzazione del piano di internazionalizzazione. In una prima fase la direttrice di espansione è il Sudamerica; successivamente l'impresa decide di avviare un piano di globalizzazione con l'ingresso in Nordamerica, Australia, Sudafrica e altri paesi ancora. L'espansione a livello internazionale viene realizzata mediante l'acquisizione di decine di imprese. Dal 1990 al 2002 il fatturato della società passa da 569 a 7.590 milioni di euro, di cui più del 60 per cento realizzato al di fuori dell'Europa, prevalentemente nel continente americano.

All'inizio del 2003 Parmalat è apparentemente una grande impresa italiana di successo, focalizzata nella produzione di latte, prodotti da forno e bevande. Il gruppo Parmalat a dicembre 2002 gestisce 139 impianti localizzati in vari paesi e dà lavoro a oltre 36.000 dipendenti. Nel primo semestre del 2003 il gruppo presenta risultati economici positivi, anche se in leggera diminuzione rispetto al corrispondente semestre dell'anno precedente.

La storia

La situazione all'inizio del 2003

te. Il fatturato realizzato è pari a 3.426 milioni di euro, con un margine operativo lordo di 413 milioni di euro (il 12,1 per cento), un risultato operativo di 270 milioni di euro (il 7,9 per cento) e un utile netto di gruppo pari 120 milioni di euro (il 3,5 per cento).

La struttura finanziaria del gruppo il 30 giugno 2003 è rassicurante. A fronte di debiti finanziari piuttosto consistenti, pari a 5.347 milioni di euro, Parmalat detiene infatti una liquidità molto alta, pari a 3.537 milioni di euro. Per effetto di questa situazione, l'indebitamento finanziario netto è pari a 1.810 milioni di euro, circa l'86 per cento del capitale netto. Considerata la stabilità del settore alimentare e la buona posizione competitiva della società, il livello dell'indebitamento non sembra destare particolari problemi, anche perché, nella presentazione dei risultati del primo semestre 2003, la società dichiara che «l'esistenza di alcune attività liquide continua a essere un elemento positivo della gestione della tesoreria del gruppo», «l'attività di gestione della tesoreria a livello globale verrà potenziata», il differenziale tra il tasso di redditività medio sulla liquidità (pari al 3,34 per cento) e il costo medio dell'indebitamento al netto dell'effetto fiscale (pari al 3,48 per cento) è piuttosto basso.

Agosto 2003:
il report
Standard
& Poor's

Per effetto di questa situazione, il report del 19 agosto 2003 dell'agenzia di rating Standard & Poor's sostiene che «the ratings on leading global fluid milk processor Parmalat Finanziaria S.p.A. and its operating subsidiary, Parmalat S.p.A., reflect the group's dominant domestic position in Italy, substantial geographical and product diversity, and core focus on branded and higher value-added categories, which mitigate the commodity features of fluid milk. These positive factors are tempered by the group's moderate financial management and profile. At Dec. 31, 2002, Parmalat had gross debt of Euro 5.4 billion».

Alcuni segnali di tensione sulla solidità della società emergono quando Parmalat annuncia, nel febbraio 2003, di voler emettere un prestito obbligazionario settennale da 300 milioni di euro indirizzato agli investitori istituzionali. La borsa reagisce con un crollo del titolo del 9 per cento a causa della mancanza di informativa sull'operazione. In marzo, Tanzi rassicura il mercato annunciando di volere organizzare un incontro con tutti gli analisti e di volere procedere a un aumento del capitale sociale di 80 milioni di euro. In giugno e in settembre la società emette due nuovi prestiti obbligazionari, del valore di 300 e 350 milioni, entrambi sottoscritti da intermediari finanziari. All'inizio del secondo semestre del 2003 Parmalat ha recuperato il crollo di fiducia del mercato che si era verificato in febbraio.

Novembre
2003:
l'inizio della
crisi

I problemi finanziari di Parmalat diventano evidenti nel novembre 2003, quando si diffonde la notizia che il gruppo alimentare sta incontrando seri problemi di liquidità. In risposta a questi timori, la società convoca un'assemblea degli azionisti il 24 dicembre per deliberare un aumento di capitale a pagamento da 400 a 500 milioni di euro.

In occasione dell'approvazione della relazione trimestrale al 30 settembre 2003 la Consob richiede alla società di chiarire al mercato come intende rimborsare i bond in scadenza sino al 2004.

Parmalat fornisce maggiori informazioni sul proprio bilancio e chiarisce che rimborserà i prestiti in scadenza facendo ricorso alla propria liquidità.

Tra le varie precisazioni in merito all'attivo non immobilizzato, ai prestiti obbligazionari e ai *participation agreements*, il 10 novembre la società comunica che i titoli iscritti nel

circolante comprendono le quote di un fondo comune di investimento estero, denominato Fondo Epicurum, iscritte a un valore pari al costo di sottoscrizione, cioè 496,5 milioni di euro.

L'11 novembre la Deloitte & Touche esprime dubbi sull'investimento nel fondo Epicurum, a cui il gruppo risponde ribadendo la propria solidità finanziaria. A fine giornata, Standard & Poor's pone sotto osservazione tutti i rating assegnati ai titoli Parmalat a causa dei dubbi sulla tenuta della contabilità e sulla modalità di investimento della liquidità.

Il 12 novembre il fondo Epicurum, a causa delle notizie negative emerse sul suo conto, chiede formalmente a Parmalat di liquidare il proprio investimento. Il gruppo annuncia l'imminente smobilizzo del proprio investimento.

L'8 dicembre 2003, Parmalat comunica che il fondo Epicurum non ha proceduto alla liquidazione delle quote alla scadenza del 4 dicembre e ha chiesto alla società di accettare una dilazione del termine di pagamento. Parmalat è costretta a dilazionare di una settimana il rimborso di un prestito obbligazionario da 150 milioni di euro avente scadenza l'8 dicembre.

Il 9 dicembre la famiglia Tanzi ammette il momento difficile e assicura il proprio impegno. Per garantire la massima trasparenza agli investitori, il consiglio di amministrazione conferisce a Enrico Bondi un incarico professionale di assistenza per l'approntamento di un eventuale piano di ristrutturazione industriale e finanziaria del gruppo.

Standard & Poor's declassa Parmalat a livello di *junk bonds*. Alcuni amministratori e sindaci abbandonano il loro incarico presso il gruppo. In un comunicato stampa del 12 dicembre la società dichiara che la Parmalat Finance Corporation ha provveduto all'integrale estinzione del prestito obbligazionario da 150 milioni di euro.

Il consiglio di amministrazione del 15 dicembre prende atto delle dimissioni di alcuni consiglieri e provvede a nominare per cooptazione tre nuovi membri. Nello stesso consiglio, Calisto Tanzi rassegna le dimissioni da presidente, amministratore delegato e consigliere di Parmalat Finanziaria S.p.A. e il consiglio nomina Enrico Bondi presidente e amministratore delegato della società.

Il 16 dicembre Parmalat conferisce mandato alla società di revisione Price-WaterhouseCoopers di esaminare le attività e le passività finanziarie del gruppo. Le difficoltà finanziarie persistono e il 18 dicembre il gruppo dichiara di non essere in grado di liquidare l'acquisto delle quote detenute dai soci di minoranza nelle società controllate brasiliane. La società affida a Lazard e Mediobanca il mandato di assisterla nell'esame della situazione economica, finanziaria e patrimoniale e nell'eventuale piano di ristrutturazione finanziaria.

Il 19 dicembre Parmalat dichiara che la Bank of America ha informato la società di revisione Grant Thornton - revisore della società Bonlat, società del gruppo Parmalat localizzata nelle Cayman Islands - di non intrattenere alcun «conto» con la società Bonlat. Inoltre la Bank of America disconosce un documento del 6 marzo che attestava l'esistenza al 31 dicembre 2002 di posizioni in titoli e liquidità, corrispondenti a circa 3.950 milioni di euro, di pertinenza di Bonlat. Il consiglio dà mandato al presidente di informare l'autorità giudiziaria, anche in sede penale, dei fatti accaduti.

Il 23 dicembre, in seguito alla delibera dell'assemblea straordinaria dei soci, la Parmalat S.p.A. richiede con istanza motivata al ministro delle Attività produttive l'ammissione

Dicembre
2003:
l'insolvenza
della
società

Il rapporto
PriceWater-
houseCoopers

alla procedura di amministrazione straordinaria ai sensi del D.L. 23 dicembre 2003, n. 347. Enrico Bondi viene nominato commissario straordinario della società con decreto del ministro delle Attività produttive.

Il 27 dicembre 2003 Parmalat S.p.A. viene dichiarata insolvente dal Tribunale di Parma. Il rapporto sulla situazione finanziaria ed economica del gruppo Parmalat redatto da PriceWaterhouseCoopers propone una prima stima dei ricavi e del margine operativo lordo dell'esercizio 2002 e dei primi 9 mesi dell'esercizio 2003, rettificati da operazioni non documentate e passività non registrate. Esso riporta anche una stima, rettificata da operazioni non documentate e passività non registrate, dell'indebitamento finanziario al 30 settembre 2003. Come si può vedere nella Tabella 1.1, il rapporto evidenzia differenze significative con i dati riportati nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2002 e nella relazione trimestrale al 30 settembre 2003.

Tabella 1.1 Dati riportati nel rapporto PriceWaterhouseCoopers (PWC) e nei documenti ufficiali Parmalat (in milioni di euro)

	Esercizio 2002			1 gennaio-30 settembre 2003		
	PWC	Parmalat	Delta	PWC	Parmalat	Delta
Ricavi	6.202	7.722	1.520	4.002	5.376	1.374
Margine operativo lordo	286	931	645	121	651	530
Indebitamento finan. netto	n.d.	1.862	n.d.	14.300	1.818	-12.482

Fonte: PriceWaterhouseCoopers.

1.1 L'evoluzione storica del dibattito sulla corporate governance

Nonostante gli studi sulla corporate governance siano un fenomeno relativamente recente, che ha conosciuto un rapido sviluppo durante gli ultimi decenni del XX secolo, gli imprenditori e gli amministratori di aziende hanno sempre dedicato grande attenzione al tema del governo delle imprese. La progettazione delle strutture e dei meccanismi di governo ha assunto rilevanza nel momento in cui tali persone hanno iniziato a condurre i loro affari attraverso entità legali dotate di personalità giuridica, e ha accresciuto enormemente la sua criticità quando le dimensioni delle imprese sono diventate così grandi da costringere i proprietari del capitale di rischio a delegare l'attività di gestione a manager stipendiati.

Di seguito si presenta una breve sintesi storica degli avvenimenti e dei fenomeni che hanno spinto gli studiosi di varie discipline (gli economisti, gli aziendalisti, i giuristi ecc.), gli esponenti del mondo industriale e finanziario e gli uomini politici a interessarsi al tema della corporate governance (si veda

la Tabella 1.2). L'obiettivo ultimo è quello di illustrare le motivazioni che hanno determinato il crescente interesse verso il tema del governo delle imprese e l'evoluzione che ha caratterizzato il dibattito nel corso del tempo.

Tabella 1.2 L'evoluzione storica del dibattito sulla corporate governance

Periodo storico	Principali avvenimenti
Metà del XIX secolo	<ul style="list-style-type: none"> • Nascita delle società a responsabilità limitata
Inizio del XX secolo	<ul style="list-style-type: none"> • Quotazione delle prime società a New York e Londra
Primi decenni del XX secolo	<ul style="list-style-type: none"> • Separazione tra proprietà e controllo nelle public companies anglosassoni
Anni Sessanta	<ul style="list-style-type: none"> • Teorie manageriali • Teoria del mercato per il controllo societario
Anni Settanta	<ul style="list-style-type: none"> • Stati Uniti: ricerche empiriche sui consigli di amministrazione, fallimento di alcune grandi società, intervento del NYSE e della SEC • Europa: armonizzazione del diritto societario • Mondo: responsabilità sociale dell'Impresa
Anni Ottanta	<ul style="list-style-type: none"> • Mondo: scandali societari associati a pratiche illegali • Stati Uniti: perdita di competitività del sistema economico, diffusione delle acquisizioni finanziate con il debito, aumento della retribuzione degli amministratori delegati, ristrutturazioni aziendali
Anni Novanta	<ul style="list-style-type: none"> • Paesi dell'Est Europa: transizione da economie pianificate a economie basate sulla libera iniziativa individuale • Mondo: privatizzazioni e liberalizzazioni di interi settori dell'economia nazionale, crescente peso degli investitori istituzionali nel capitale delle società quotate, diffusione dei codici di autodisciplina, progressiva integrazione dei mercati finanziari nazionali, diffusione di operazioni di acquisizione
Inizio del XXI secolo	<ul style="list-style-type: none"> • Mondo: ascesa e declino dei titoli della new economy, scandali societari associati a pratiche illegali

Fonte: Zattoni (2004a).

1.1.1 La nascita della public company

All'inizio del XIX secolo gli imprenditori conducevano i loro affari attraverso varie forme giuridiche alternative, nessuna delle quali consentiva la garanzia della responsabilità limitata per i debiti della società. In caso di insolvenza della società, cioè, i creditori potevano rivalersi sul patrimonio dei soci e dei loro familiari. L'impossibilità di avvalersi della responsabilità limitata per le obbligazioni della società limitava notevolmente l'interesse degli investitori a partecipare al capitale di rischio di imprese. In questo periodo, cioè, il

La società a
responsabilità
limitata

ruolo di conferente di capitale di rischio e quello di amministratore dell'impresa coincidevano nella figura del socio gestore o dell'imprenditore.

La situazione si modifica verso la metà del XIX secolo, quando l'ordinamento giuridico consente agli imprenditori di creare delle entità legali dotate di propria personalità. Si tratta di società che possono assumere la titolarità di diritti e di responsabilità legali che precedentemente erano attribuite solo alle persone fisiche, e che sono distinte e indipendenti da quelle degli azionisti che temporaneamente ne possiedono le quote di capitale di rischio. Tali società sono in grado di acquistare la proprietà di beni, redigere contratti con terze parti, citare ed eventualmente essere citate in giudizio, avere una durata superiore alla vita di coloro che ne detengono le azioni in un dato momento ecc.

Le società di capitali si caratterizzano inoltre per attribuire agli azionisti un insieme articolato di diritti che comprende la responsabilità limitata all'entità del capitale conferito, il diritto di voto in alcune importanti decisioni aziendali e il diritto a ricevere una quota del rendimento residuale derivante dall'esercizio dell'attività economica aziendale.

L'introduzione della società di capitali rappresenta un'innovazione giuridica di fondamentale importanza nella storia dell'economia, perché, consentendo agli azionisti la garanzia di responsabilità limitata sui debiti dell'impresa, permette agli imprenditori di acquisire con maggiore facilità le risorse finanziarie necessarie per alimentare la crescita e lo sviluppo delle imprese. Il modello della società di capitali ottiene subito un largo consenso. Esso viene utilizzato sia dagli imprenditori che desiderano aprire il capitale della società a soci esterni, per alimentare i progetti di crescita dell'impresa, sia da quelli che, pur volendo mantenere il controllo assoluto del capitale, desiderano godere del beneficio della responsabilità limitata dei debiti.

La quotazione
delle azioni
sul mercato
dei capitali

Agli inizi del XX secolo un ulteriore avvenimento contribuisce ad attribuire criticità al tema delle modalità di governo delle imprese. In particolare, alcune società statunitensi e britanniche decidono di quotare le loro azioni sul mercato dei capitali. La quotazione dei titoli azionari produce due conseguenze significative: da un lato amplia notevolmente il numero degli azionisti che partecipano alla società, dall'altro affievolisce o annulla completamente il loro legame con l'imprenditore e il team manageriale che gestisce l'impresa (si veda il box 1.1). Nasce la moderna società ad azionariato diffuso (*public company*), che si caratterizza per la separazione della figura degli azionisti che conferiscono il capitale di rischio da quella dei manager che gestiscono l'impresa.

La frammentazione della struttura proprietaria tra un elevato numero di risparmiatori, che non hanno alcun potere di gestione sulla società, e l'affermarsi di una classe di manager professionisti, che assume le decisioni più importanti per la vita economica dell'impresa, danno origine al fenomeno della separazione della proprietà (del capitale di rischio) dal potere di controllo dell'impresa. Il diritto di proprietà viene diviso in due parti: il diritto di godimento del rendimento residuale, e il diritto di controllo, che sono attribuiti rispettivamente agli azionisti e ai manager.

Box 1.1: La separazione della proprietà e del controllo nelle imprese statunitensi

All'inizio degli anni Trenta Adolf Berle e Gardiner Means realizzano negli Stati Uniti un'indagine empirica sulla composizione dell'azionariato della più grande impresa operante nei settori ferroviario (la Pennsylvania Road), dei servizi pubblici (la American Telephone & Telegraph co.) e Industriale (la Steel co.). I risultati della ricerca sono sorprendenti e indicano che in ognuno dei tre casi il maggiore azionista possedeva nel 1929 meno dell'1 per cento delle azioni della società. La quota di partecipazione al capitale di rischio del più grande azionista era infatti pari allo 0,34 per cento nella Pennsylvania Road, allo 0,70 per cento nell'American Telephone & Telegraph co. e allo 0,90 per cento nella Steel co. La somma delle quote detenute dai primi 20 azionisti era pari rispettivamente al 2,7 per cento, al 4 per cento e al 5,1 per cento del capitale. Al di sotto dei primi 20 azionisti il valore della partecipazione scendeva rapidamente verso entità trascurabili: basti pensare che il ventesimo azionista deteneva rispettivamente lo 0,07, lo 0,09 e lo 0,09 per cento del capitale sociale.

La ricerca ha inoltre ricostruito la struttura azionaria di numerose grandi imprese per verificare la diffusione del fenomeno della frammentazione azionaria all'interno del sistema economico statunitense. I risultati dello studio indicano che solo in alcuni casi isolati il primo azionista deteneva un pacchetto di azioni significativo e che in tale caso l'azionista era quasi sempre un'altra società. In tutte le imprese in cui non è stato possibile ricostruire l'entità delle partecipazioni detenute dai principali azionisti, la ricerca ha determinato il grado di dispersione della proprietà attraverso la misurazione del numero degli azionisti della società. In altre parole, essa ha assunto che il numero dei conferenti di capitale di rischio sia un indicatore espressivo della partecipazione del pubblico degli investitori al finanziamento della società. L'analisi degli elenchi degli azionisti di 144 delle 200 principali imprese statunitensi indipendenti, cioè non possedute da altre società, indica che 104 società avevano le azioni quotate in borsa, 71 avevano più di 20.000 azionisti e solo 20 società, il cui patrimonio rappresenta meno del 5 per cento di quello dell'intero gruppo, avevano meno di 5.000 azionisti.

Lo studio ha poi indagato la diffusione del frazionamento della proprietà azionaria nelle imprese di dimensioni inferiori. In particolare, le informazioni raccolte sulla struttura azionaria di 44 imprese, con valore patrimoniale compreso tra 6 e 80 milioni di dollari, indicano che 6 società avevano oltre 10.000 azionisti e 28 avevano un numero di azionisti compreso tra 500 e 5.000. Inoltre, l'analisi dei valori azionari riportati dal Commercial and Financial Chronicle nel 1929 ha evidenziato che metà delle società quotate aveva un patrimonio inferiore a 30 milioni di dollari e che circa un centinaio aveva un patrimonio inferiore a 10 milioni di dollari. Tali dati confermano che il fenomeno della separazione della proprietà e del controllo era diffuso anche presso imprese di non grandissime dimensioni.

Fonte: Berle, Means (1932).

La separazione tra la proprietà e il controllo che si verifica nelle grandi imprese statunitensi, dove la persona che gestisce l'impresa o partecipa al consiglio di amministrazione è un manager stipendiato che non possiede azioni della società, dà avvio al dibattito sulla corporate governance.

La separazione tra proprietà e controllo nelle grandi public companies

Il problema del governo dell'impresa diventa evidente perché le persone che gestiscono le risorse finanziarie altrui non svolgono solitamente il loro compito con la stessa vigile attenzione che vi dedica il proprietario. La separazione tra proprietà e controllo mette in discussione le fondamenta stesse della teoria della «mano invisibile» formulata da Adam Smith, secondo cui gli imprenditori devono perseguire il loro profitto individuale perché tale comportamento, in un regime di libero mercato, consente di massimizzare il benessere della collettività. Il frazionamento della struttura azionaria tra un elevato numero di piccoli risparmiatori permette ai manager delle grandi *corporations* statunitensi di acquisire il controllo dell'impresa e li mette nella condizione di sacrificare la ricerca del profitto aziendale a favore della realizzazione di obiettivi più strettamente collegati alla loro funzione di utilità personale.

1.1.2 Gli anni Sessanta

L'allargamento del dibattito

Negli anni che seguono la pubblicazione del lavoro di Berle e Means (1932) si contano solo pochi contributi di rilievo sul tema della corporate governance. In questo periodo, il dibattito sulle modalità di governo delle imprese rimane di pertinenza esclusiva degli uomini d'affari e della giurisprudenza. Solo nel corso degli anni Sessanta gli studiosi iniziano ad affrontare alcune questioni aperte, cercando di dare ordine all'evidenza aneddotica che si stava accumulando sul tema.

Le teorie manageriali dell'impresa

Sul fronte teorico, il problema della separazione della proprietà e del controllo che caratterizza le grandi imprese anglosassoni favorisce la nascita e lo sviluppo delle cosiddette teorie manageriali dell'impresa. Queste teorie rigettano il modello classico dell'imprenditore o del manager proprietario che gestisce l'impresa in vista della massimizzazione del profitto e sostengono che, almeno nelle grandi imprese ad azionariato diffuso, tale obiettivo viene sostituito o affiancato dalla ricerca della soddisfazione della funzione di utilità dei massimi dirigenti aziendali. La discrezionalità dei manager non è comunque illimitata, in quanto essi devono assicurare un certo livello di profitto per attuare un'accettabile politica dei dividendi, per finanziare gli investimenti necessari per lo sviluppo e per preservare una buona immagine presso gli istituti di credito.

Il mercato per il controllo societario

Anche in presenza di una struttura azionaria molto frazionata, cioè divisa tra un elevato numero di azionisti che possiedono quote poco significative del capitale di rischio, i manager non sono privi di controlli sul loro operato. Un importante meccanismo di tutela degli azionisti è infatti rappresentato dal mercato per il controllo societario (*market for corporate control*), il quale ha la funzione di allocare il controllo di un'impresa alle persone che vi attribuiscono maggiore valore. Il requisito fondamentale per l'efficiente funzionamento di tale mercato è la sua capacità di valutare correttamente il valore delle azioni di un'impresa. In presenza di un mercato dei capitali efficiente, il prezzo di mercato delle azioni di un'impresa riflette pienamente la qualità delle decisioni del management e, di conseguenza, il valore azionario di un'impre-

sa che non è gestita correttamente scenderà fino a raggiungere un valore così basso da incentivare qualche investitore ad acquisirne il controllo.

I potenziali acquirenti sono incentivati a realizzare l'operazione dall'opportunità di profitto in essa implicita. Il guadagno dello scalatore non deriva tanto dalla possibilità di ricevere le remunerazioni e i benefici personali dei top manager dell'impresa, ma dall'incremento del valore azionario che si verifica in seguito al miglioramento della gestione aziendale. Il soggetto che acquista il controllo di una società è infatti attratto dalla speranza di lucrare un'ingente *capital gain* sull'aumento di valore delle azioni in suo possesso. I più grandi beneficiari del mercato del controllo societario non sono tuttavia i potenziali scalatori, ma gli azionisti di minoranza. La minaccia di un cambiamento nella posizione di controllo costringe infatti il management aziendale ad assumere decisioni efficienti e a perseguire la creazione di valore per gli azionisti. Il mercato del controllo societario nelle sue varie forme disciplina il comportamento dei top manager e limita fortemente i problemi legati alla separazione tra la proprietà e il controllo che caratterizzano le grandi *public companies* anglosassoni.

1.13 Gli anni Settanta

Negli anni Settanta l'attenzione degli studiosi e dell'opinione pubblica si concentra su tre diversi temi:

1. negli Stati Uniti e in Gran Bretagna i risultati di una ricerca empirica e il fallimento di alcune grandi società spingono gli organi di vigilanza sulla borsa e sulle società quotate a richiedere una maggiore indipendenza dei consiglieri e a incentivare l'introduzione dei comitati di controllo (*audit committee*);
2. in Europa il processo di armonizzazione del diritto societario a livello comunitario è al centro dell'attenzione degli esponenti del mondo industriale e politico e, in particolare, la proposta di quinta direttiva, che ha per oggetto la configurazione degli organi di governo, scatena un vivace dibattito tra i rappresentanti delle diverse nazioni;
3. infine, nei principali paesi industrializzati si diffonde una corrente di pensiero volta ad ampliare le responsabilità sociali delle imprese e ad affermare una nozione allargata di stakeholder che includa, oltre agli azionisti, i dipendenti, i fornitori, i clienti, i finanziatori, lo Stato e la collettività in senso lato.

Per quel che concerne il primo punto, negli Stati Uniti il dibattito è acceso dalla pubblicazione di una ricerca empirica, realizzata da Myles Mace, avente per oggetto la composizione e il funzionamento dei consigli di amministrazione delle grandi imprese. Lo studio evidenzia che le aziende valutano i propri consiglieri sulla base del loro prestigio personale (*ornaments on a corporate Christmas tree*) e non del contributo che essi possono fornire al funzionamento efficace del consiglio. Specularmente, i consiglieri vivono la nomi-

L'emergere di nuovi temi

Il c.d.a. delle grandi imprese statunitensi

na a un consiglio di amministrazione come un riconoscimento formale e non come un compito da svolgere con diligenza. I membri del consiglio di amministrazione delle più grandi imprese statunitensi assomigliano a un gruppo di vecchi compagni (*old boys' club*) selezionati dall'amministratore delegato all'interno di un ristretto numero di persone che comprende i manager dell'impresa (attivi e in pensione), i professionisti esterni o i rappresentanti di società che hanno una relazione d'affari con l'azienda (studi legali, società di consulenza, banche d'affari ecc.), gli amici e i conoscenti che hanno realizzato una brillante carriera professionale.

Il consiglio di amministrazione composto da persone così selezionate non è in grado di svolgere con efficacia gran parte dei compiti a esso attribuiti dalla normativa e dagli studiosi di strategia e di economia aziendale. Esso, infatti, non contribuisce attivamente alla determinazione degli obiettivi aziendali a medio-lungo termine, non mette in discussione le proposte avanzate dal management e interviene nel processo di selezione dei consiglieri solamente quando la performance aziendale è insoddisfacente.

In sintesi, nella maggior parte delle imprese il consiglio di amministrazione delega al management e all'amministratore delegato gran parte dei propri compiti e si limita a fornire consigli e suggerimenti che possono anche non essere ascoltati. Solo in casi particolari di vita dell'impresa, come per esempio nei momenti di crisi, il consiglio assume un ruolo più attivo.

Il fallimento
di alcune
grandi
società
statunitensi

Il fallimento di alcune società quotate di grandi dimensioni alimenta il dibattito sul funzionamento dei consigli di amministrazione e spinge alcuni risparmiatori insoddisfatti dell'andamento del loro investimento a richiedere agli amministratori di tali società il rimborso del capitale conferito. Più in generale, il malcontento favorisce l'affermazione di un orientamento volto ad attribuire maggiori responsabilità ai singoli consiglieri e all'intero consiglio di amministrazione. In particolare, si incomincia a discutere attivamente della necessità di inserire nel consiglio di amministrazione adeguati meccanismi di controllo e di contrappeso (*check and balance*) al potere degli amministratori interni. Tra le numerose proposte avanzate, quelle più convincenti richiedono l'aumento del numero dei consiglieri esterni indipendenti e la costituzione di comitati di auditing composti prevalentemente da amministratori non esecutivi.

1. Per quanto concerne la prima proposta, l'opinione prevalente ritiene che il consiglio debba essere composto da una maggioranza di amministratori indipendenti, cioè amministratori che non hanno alcuna relazione economica con la società, perché un consiglio dominato da consiglieri esecutivi non svolge con sufficiente attenzione la funzione di controllo dell'operato del management.

Il ruolo dei consiglieri non esecutivi è particolarmente delicato perché da un lato la legge li ritiene responsabili della gestione dell'impresa al pari degli amministratori esecutivi, dall'altro essi, a differenza dei consiglieri interni, non hanno né le informazioni né il potere di indirizzare la gestione dell'impresa. Una sentenza del 1968, relativa all'azione legale di ur

gruppo di debitori nei confronti dei manager e dei consiglieri di una società sottoposta a procedura fallimentare (la BarChris), mette infatti in evidenza che la semplice partecipazione alle riunioni del consiglio non consente agli amministratori indipendenti di evitare pesanti responsabilità per la gestione della società. Per tutelarsi nei confronti della legge, tali consiglieri devono richiedere un adeguato flusso di informazioni, un attivo coinvolgimento nel processo di pianificazione strategica e la verbalizzazione dettagliata delle riunioni del consiglio.

2. La seconda proposta per garantire un atteggiamento responsabile da parte del management riguarda l'introduzione dei comitati di audit, la cui costituzione era già stata consigliata dal New York Stock Exchange (NYSE) e dalla Securities and Exchange Commission (SEC) alla fine degli anni Trenta. Secondo le convinzioni dell'autorità di borsa e dei mercati finanziari, il comitato di audit deve svolgere l'importante compito di rendere oggettivi e credibili i bilanci delle società e, per svolgere efficacemente tale funzione, esso deve essere composto prevalentemente da consiglieri esterni indipendenti.

Nonostante la raccomandazione del NYSE e della SEC, la larga maggioranza delle imprese quotate statunitensi ha per lungo tempo continuato a utilizzare una struttura del consiglio di amministrazione priva di comitati, e solo all'inizio degli anni Settanta esse hanno iniziato a introdurre il comitato di controllo. Una ricerca condotta in questo periodo mostra infatti che quasi il 70 per cento delle imprese quotate aveva costituito un comitato di audit e che un elevato numero di società aveva introdotto tale comitato dopo l'aumento della pressione esercitata dalla SEC.

Negli anni Settanta, la Comunità Economica Europea (CEE) è impegnata a elaborare alcune direttive che hanno l'obiettivo di guidare il processo di armonizzazione del diritto societario tra i vari Stati membri.

La proposta di direttiva che suscita maggiori tensioni tra i rappresentanti dei vari paesi è la quinta, elaborata nel 1972, la quale ha per oggetto la configurazione degli organi di governo economico delle società. In particolare, tale direttiva invita le imprese degli Stati membri della Comunità Europea ad abbandonare la struttura del consiglio di amministrazione a un livello (*unitary* o *one-tier board*) per adottare la struttura a due livelli (*two-tier board*) tipica dell'esperienza tedesca e olandese. A differenza dei consigli di amministrazione a un solo livello, dove tutti i consiglieri partecipano allo stesso organo e hanno le medesime responsabilità, i consigli a due livelli prevedono la presenza di un consiglio di sorveglianza (*supervisory board*), che ha l'incarico di nominare i membri del consiglio esecutivo e di controllarne l'operato, e di un consiglio esecutivo (*executive board*), che ha il compito di gestire l'impresa. La proposta di adottare una struttura del consiglio di amministrazione a due livelli viene fortemente ostacolata dai rappresentanti di numerosi Stati membri della CEE, in particolar modo da quelli britannici. Coloro che si oppongono alla proposta sostengono che non c'è alcuna ragione per modificare la

L'armonizzazione del diritto societario in Europa

La quinta direttiva

struttura dell'organo di amministrazione, poiché il consiglio a un solo livello con la contemporanea presenza di consiglieri esecutivi e consiglieri non esecutivi indipendenti, rappresenta la soluzione migliore per garantire il governo efficace dell'impresa.

L'avversione
di alcuni
Stati
membri

La quinta direttiva non riesce a completare il suo iter procedurale non solo per l'avversione di alcuni Stati membri all'introduzione di un consiglio di amministrazione su due livelli, ma anche e soprattutto per l'ipotesi di codeterminazione che è implicita in essa. La direttiva intende infatti proporre, sulla base del modello tedesco, la costituzione di una partnership tra capitale e lavoro e, di conseguenza, prevede che il consiglio di sorveglianza sia composto da un uguale numero di rappresentanti degli azionisti e dei prestatori di lavoro. Questa idea di codeterminazione viene accolta negativamente dalla quasi totalità dei paesi della CEE, i quali rifiutano un coinvolgimento diretto dei lavoratori nel processo di governo economico e ostacolano l'approvazione della proposta. Negli anni seguenti all'elaborazione della proposta di quinta direttiva viene costituito in Gran Bretagna un comitato di indagine sulla democrazia industriale, presieduto da Lord Bullock. Il rapporto elaborato da tale comitato, pubblicato nel 1977, propone di continuare a utilizzare il consiglio di amministrazione a un solo livello, ma attribuisce ai dipendenti il diritto di eleggere loro rappresentanti all'interno del consiglio. Gli esponenti dell'industria e della finanza si dimostrano subito ostili alla proposta, perché non desiderano che i rappresentanti dei dipendenti possano partecipare agli organi di governo economico dell'impresa.

La
responsabilità
sociale
dell'impresa

Un terzo fenomeno che accende il dibattito sui temi di corporate governance nel corso degli anni Settanta ha per oggetto il ruolo ricoperto dalle grandi multinazionali all'interno dei vari paesi in cui esse operano. In particolare, all'inizio degli anni Settanta si afferma una corrente di pensiero che attacca il principio liberista secondo cui le imprese devono creare valore per gli azionisti perché, così facendo, esse contribuiscono ad alimentare lo sviluppo economico e sociale della collettività. Secondo coloro che contestano questa impostazione, l'orientamento alla massimizzazione del profitto e alla creazione di valore economico per gli azionisti comporta alcune conseguenze negative per la collettività. In particolare, esso incentiva e giustifica il compimento di atti irresponsabili sotto il profilo dell'inquinamento ambientale, dello sfruttamento del lavoro minorile, della tutela della salute dei dipendenti, e in generale della collettività in senso lato.

Questo atteggiamento «irresponsabile» del mondo industriale è stato tollerato nei primi decenni del secondo dopoguerra, perché in quel periodo si riteneva che lo sviluppo economico rappresentasse l'obiettivo prioritario a cui tutti gli altri dovevano essere sottomessi. Tuttavia, i soddisfacenti standard di vita raggiunti negli anni Settanta e il pesante clima economico di quel periodo modificano questo atteggiamento di acquiescenza e contribuiscono ad alimentare un sentimento di avversione verso le imprese che porta alla richiesta di una più intensa attività di regolamentazione dell'attività economica da parte dello Stato.

In termini generali, i contestatori ritengono che le responsabilità legali delle imprese non si limitino alla creazione di valore per gli azionisti, ma comprendano anche il soddisfacimento delle attese di tutti gli stakeholder dell'impresa (i dipendenti, i consumatori, i fornitori, i finanziatori, la comunità locale, lo Stato ecc.). I sostenitori dell'ampliamento della responsabilità sociale delle imprese sostengono che le grandi multinazionali hanno assunto una dimensione e un'importanza così rilevante all'interno delle società in cui operano che non possono trascurare di considerare le conseguenze delle loro azioni nei confronti di un ampio numero di soggetti.

Il dibattito è particolarmente acceso nei paesi anglosassoni, dove è più radicato il principio della massimizzazione del valore per gli azionisti:

- negli Stati Uniti l'American Bar Association e il Corporate Roundtable prendono pubblicamente posizione sul tema e il Governo interviene direttamente nel dibattito istituendo un'agenzia federale preposta alla tutela e alla protezione dell'ambiente naturale (*l'Environmental Protection Agency*) e approvando una legislazione che regola il comportamento delle aziende statunitensi all'estero (il *Foreign Corrupt Practices Act*);
- in Gran Bretagna vari comitati espressivi degli interessi dei rappresentanti del mondo industriale e finanziario elaborano rapporti che invitano le imprese ad adottare una concezione più ampia degli stakeholder.

In entrambi i paesi, tuttavia, la gran parte delle proposte volte ad allargare la responsabilità sociale dell'impresa nei confronti dei soggetti che sono influenzati dalle sue azioni viene accantonata e, alla fine, si riafferma il principio della creazione del valore azionario come guida delle decisioni dell'impresa.

1.1.4 Gli anni Ottanta

Nei primi anni Ottanta il dibattito sulla corporate governance sembra perdere lentamente di interesse soprattutto negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, dove i governi Reagan e Thatcher portano avanti una politica economica liberista che riafferma la responsabilità dei consiglieri nei confronti degli azionisti e ribadisce il principio della massimizzazione del profitto come criterio guida delle imprese. Tale filosofia liberista si traduce negli Stati Uniti in una forte spinta alla liberalizzazione di alcuni settori, come quello del trasporto aereo, che fino ad allora erano stati rigidamente regolamentati dalla normativa, e in Gran Bretagna alimenta il processo di privatizzazione delle grandi imprese pubbliche che operavano in alcuni settori importanti dell'economia, come quello ferroviario e quello dei servizi di pubblica utilità (energia elettrica, gas, acqua ecc.).

Alla fine degli anni Ottanta, tuttavia, alcuni avvenimenti contribuiscono a riaccendere l'interesse dell'opinione pubblica e del mondo dell'industria e della finanza sui temi di corporate governance. In particolare, nella maggior parte dei paesi industrializzati il dibattito sulle modalità di governo delle aziende è collegato al verificarsi di alcuni scandali finanziari che colpiscono

La richiesta di una regolamentazione dell'attività economica

Il dibattito nei paesi anglosassoni

Le politiche liberiste di Stati Uniti e Gran Bretagna

La ripresa di interesse per la corporate governance

numerose grandi imprese e società finanziarie. Nei paesi anglosassoni, e in particolare negli Stati Uniti, il dibattito è più ampio, ed è stimolato dalla presunta perdita di competitività del sistema economico statunitense rispetto a quello tedesco-giapponese, dall'elevato numero di acquisizioni e di fusioni che vengono realizzate sul finire degli anni Ottanta, dall'enorme incremento della retribuzione degli amministratori delegati e dalla portata del processo di ristrutturazione che coinvolge numerose grandi imprese.

Una nuova ondata di scandali finanziari

Per quanto concerne il primo punto, alla fine del decennio alcune grandi imprese industriali e importanti banche d'affari sono travolte da scandali finanziari che evidenziano l'utilizzo reiterato di pratiche illegali da parte di alcuni imprenditori e consiglieri di amministrazione:

- in Australia i consiglieri di amministrazione e i top manager di alcune società (come la Rothwells e la Girvan Corporation) sono accusati di avere compiuto pratiche societarie illecite;
- in Giappone vengono posti sotto accusa i vertici della Nomura Securities e della Recruit Corporation;
- negli Stati Uniti Ivan Boesky, Michael Levine e Michael Milken, celebri per avere creato l'enorme mercato dei titoli obbligazionari ad alto rischio e alto rendimento (i cosiddetti *junk bonds*) attraverso la banca d'affari Drexel, Burnham and Lambert, sono accusati di avere compiuto gravi reati di *insider trading*;
- in Gran Bretagna l'attenzione pubblica si rivolge al dissesto e ai gravi reati societari connessi ai casi BCCI e Maxwell ecc.

Questi eventi hanno l'effetto di riavviare il dibattito sulla composizione e sul funzionamento dei consigli di amministrazione. In particolare, essi mettono in luce l'eccessiva influenza del top management e dell'amministratore delegato sulle decisioni prese dal consiglio e riaffermano la necessità di creare dei meccanismi di controllo e di contrappeso volti ad attribuire maggiore peso ai consiglieri non esecutivi. Le soluzioni proposte in questo periodo sono molto simili a quelle suggerite nel decennio precedente e convergono verso l'aumento del numero dei consiglieri esterni, l'introduzione di comitati con responsabilità su temi specifici e la separazione della figura di presidente e di amministratore delegato.

La perdita di competitività del sistema economico statunitense

Negli Stati Uniti la perdita di competitività del sistema economico nazionale nei confronti di quello tedesco e giapponese che si verifica verso la fine degli anni Ottanta rappresenta un ulteriore motivo di interesse verso i temi di corporate governance. Le grandi imprese statunitensi incontrano serie difficoltà in alcuni settori cruciali dell'economia del paese, come quello automobilistico, dell'elettronica di consumo o dei semiconduttori. La loro crisi alimenta la sensazione che le imprese statunitensi non siano in grado di competere alla pari con quelle tedesche e giapponesi sul fronte dell'innovazione di prodotto e, più in generale, della crescita dimensionale e dello sviluppo qualitativo nel medio-lungo periodo.

Gli stessi indicatori macroeconomici, che in passato avevano attribuito

agli Stati Uniti il ruolo di paese guida a livello mondiale, confermano la debolezza che attraversa il sistema economico statunitense alla fine del decennio: i tassi di investimento in immobilizzazioni materiali e immateriali sono inferiori a quelli delle imprese tedesche e giapponesi e il tasso di crescita della produttività del sistema economico è inferiore a quello sperimentato da altri paesi industrializzati.

Gli studiosi di discipline economiche e il mondo dell'industria e della finanza identificano le cause di questo declino in un insieme di fattori, che comprende:

- l'elevato costo del capitale;
- la scarsa efficacia dei sistemi di controllo interno;
- l'eccessiva enfasi su sistemi di ricompensa che collegano la retribuzione dei manager alla performance aziendale nel breve termine;
- la pressione del mercato finanziario verso la pubblicazione di brillanti risultati aziendali a ogni trimestre (*quarterly earnings*).

Un altro avvenimento che contribuisce ad attirare l'attenzione dell'opinione pubblica e degli accademici anglosassoni sui temi di corporate governance è rappresentato dall'elevato numero di acquisizioni ostili (*hostile takeovers*), acquisizioni finanziate con il debito (*leveraged buyouts*, o LBO) e ristrutturazioni aziendali (*corporate restructurings*) che si verifica nella seconda metà degli anni Ottanta negli Stati Uniti e in Gran Bretagna.

L'opinione pubblica si divide in due fazioni opposte:

- i critici ritengono che tali operazioni siano la conseguenza dell'eccessiva pressione del mercato finanziario verso la massimizzazione del valore azionario a breve termine;
- i loro sostenitori ritengono invece che le acquisizioni ostili contribuiscano a disciplinare i manager e a orientare il loro comportamento verso la creazione di valore nel medio-lungo periodo.

Secondo questi ultimi, le acquisizioni ostili sono la risposta del mercato per il controllo societario all'eccessiva diversificazione dei grandi conglomerati e alla loro incapacità di creare valore per gli azionisti.

L'acquisizione del controllo dell'impresa e la successiva attività di ristrutturazione permettono di aumentare l'efficienza aziendale attraverso la riduzione radicale dei costi di struttura e la cessione delle *business units* non strettamente collegate al *core business*. Queste operazioni portano alla nascita di un nuovo tipo di impresa, le partnership che realizzano acquisizioni finanziate con il debito (LBO), che si propone come alternativa alla tradizionale *public company*. L'elevato indebitamento finanziario, la forte concentrazione del capitale presso pochi azionisti di riferimento e un consiglio di amministrazione attivo e interessato economicamente alle sorti dell'impresa sono elementi essenziali del modello che determinano la modifica radicale della struttura organizzativa e dei processi decisionali delle imprese acquisite.

I consiglieri e i manager delle grandi imprese statunitensi reagiscono a questa ondata di acquisizioni introducendo nello statuto della società alcune

La diffusione
delle
acquisizioni
ostili

clausole antisalata, che impediscono o scoraggiano il tentativo di acquisizione dall'esterno, o realizzando in prima persona piani di ristrutturazione volti a migliorare l'efficienza aziendale.

Il forte
incremento
della
retribuzione
dei top
manager

Un altro fenomeno che nel corso degli anni Ottanta alimenta l'interesse degli studiosi e dell'opinione pubblica statunitense sul tema della corporate governance è rappresentato dall'enorme incremento della retribuzione degli amministratori delegati delle grandi *public companies* anglosassoni che si verifica nel corso di tale decennio. Il dibattito verte sostanzialmente su due aspetti:

- l'elevato valore assoluto della remunerazione da essi percepita, paragonabile solo a quella delle stelle del mondo dello sport e dello spettacolo,
- la sua debole relazione con la performance aziendale.

Per quanto concerne il primo aspetto, ci si chiede se sia lecito pagare ai top manager cifre assolute così elevate o se, invece, non si debbano fissare dei limiti al differenziale massimo che deve esistere tra la retribuzione più alta e quella più bassa percepita nell'ambito della stessa azienda. In merito al secondo punto, si mette in evidenza come alcuni top manager ricevano compensi stratosferici proprio nello stesso periodo in cui la performance aziendale non è soddisfacente e l'impresa riduce drasticamente il numero dei prestatori di lavoro. I difensori dello *status quo* respingono tali accuse e sostengono che lo sfasamento temporale tra la retribuzione percepita dal manager e la performance aziendale è dovuto in gran parte alla presenza dei piani di incentivazione azionaria. Per effetto di tali piani, infatti, il compenso percepito dal top manager mediante l'esercizio delle opzioni è legato alla performance azionaria dell'impresa nel medio-lungo periodo e si riferisce a un valore accumulato nel corso di un arco temporale pluriennale.

La diffusione
dei processi
di ristruttu-
razione
aziendale

Un altro evento che ha origine nel corso degli anni Ottanta, ma che sviluppa i suoi effetti anche nel corso della prima metà del decennio successivo, è rappresentato dal processo di ristrutturazione e di riduzione delle dimensioni aziendali (*downsizing*) che coinvolge numerose *public companies* americane.

Tale fenomeno nasce come reazione alla perdita di competitività che caratterizza il sistema industriale statunitense alla fine degli anni Ottanta e coinvolge numerose imprese operanti in diversi settori dell'economia nazionale. L'ondata di licenziamenti coinvolge in una prima fase solo piccole e medie imprese e alcuni settori che versano in una situazione di crisi, ma successivamente si diffonde all'interno del sistema economico e giunge persino a interessare imprese (come la Exxon, la General Electric, l'IBM, la General Motors, la Xerox e la Procter and Gamble) che avevano costruito nel tempo la reputazione di garantire ai loro dipendenti un posto di lavoro sicuro e ben retribuito.

La spinta esercitata dal mercato finanziario verso la riduzione dei posti di lavoro e l'incremento della produttività aziendale è talmente forte da portare alla rapida sostituzione degli amministratori delegati che non riescono a

garantire un consistente tasso di crescita del prezzo delle azioni. Nell'arco di un breve periodo di tempo, compreso tra il 1992 e il 1993, i top manager di alcune grandi imprese (tra cui l'American Express, la General Motors, l'IBM e la Kodak) vengono licenziati da azionisti e consiglieri che non erano soddisfatti della performance aziendale.

1.15 *Gli anni Novanta*

Nel corso degli anni Novanta l'espressione «corporate governance» valica il confine degli studiosi e degli uomini d'affari e si impone all'attenzione generale dei politici e dell'opinione pubblica.

L'intensificarsi di alcune delle dinamiche che avevano caratterizzato il decennio precedente e la nascita di nuovi fenomeni economici contribuiscono a consacrare definitivamente la corporate governance come disciplina di studio per gli accademici e come oggetto di regolamentazione per i politici. Gli avvenimenti che portano alla ribalta il tema delle modalità di governo delle imprese durante gli anni Novanta coinvolgono numerosi paesi a livello mondiale e hanno per oggetto:

- la caduta del regime socialista sovietico;
- la privatizzazione di interi settori dell'economia di diverse nazioni;
- il crescente peso degli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle grandi imprese;
- il fallimento improvviso di alcune primarie società industriali e finanziarie;
- la progressiva integrazione dei mercati finanziari internazionali;
- la realizzazione di alcune grandi operazioni di acquisizione.

Un primo avvenimento che, nel corso degli anni Novanta, contribuisce ad attirare l'attenzione dell'opinione pubblica sul tema della corporate governance riguarda l'improvviso crollo politico ed economico dell'Unione Sovietica e degli Stati a essa collegati. Questo evento sancisce definitivamente la superiorità dei sistemi economici basati sulla libera iniziativa individuale e apre la discussione su quale sia il modo migliore per gestire la transizione da un'economia pianificata centralmente dallo Stato a un'economia fondata sul libero mercato.

Nonostante la forte pressione verso il cambiamento esercitata dalla classe politica e il parere ottimista espresso da alcuni economisti, l'esperienza maturata dai paesi dell'ex Unione Sovietica mostra che il processo di transizione verso un'economia di mercato è tutt'altro che semplice. Il funzionamento efficiente di un'economia di mercato richiede, infatti, l'introduzione di importanti cambiamenti nei sistemi di governo e di gestione delle imprese privatizzate, nelle infrastrutture economiche e legali necessarie per incentivare e tutelare la libera iniziativa privata e nei valori e negli atteggiamenti delle persone che devono fare funzionare il sistema.

Un secondo evento che assume rilevanza nel corso degli anni Novanta è

L'interesse diffuso verso la corporate governance

I paesi socialisti: da economie pianificate a economie di mercato

Il processo di privatizzazione e liberalizzazione

rappresentato dall'imponente processo di privatizzazione e di liberalizzazioni di interi settori dell'economia nazionale intrapreso da alcuni paesi del mondo industrializzato. Queste nazioni realizzano con ritardo la politica economica liberista che il Governo britannico e quello statunitense avevano intrapreso nel corso del decennio precedente.

Il dibattito in questo caso riguarda non solo il ruolo dello Stato all'interno del sistema economico, ma anche il tipo di assetto proprietario da attribuire alle imprese privatizzate:

- per quanto concerne il primo aspetto, il fallimento dell'intervento pubblico in alcuni importanti settori dell'economia nazionale contribuisce a far prevalere una concezione dello Stato inteso come regolatore del sistema economico e come garante della correttezza del comportamento delle imprese private;
- in merito al tipo di assetto proprietario da attribuire alle imprese privatizzate, da un lato si schierano coloro che sostengono l'opportunità di favorire la creazione di una struttura azionaria simile a quella delle *public companies* anglosassoni per agevolare la nascita di forme di democrazia azionaria, dall'altro coloro che preferiscono cedere una quota significativa delle azioni a un limitato numero di soggetti ritenuti idonei a perseguire l'efficienza aziendale e a difendere l'interesse nazionale. Le operazioni di maggiori dimensioni vengono solitamente realizzate attraverso l'offerta pubblica di vendita rivolta al pubblico dei risparmiatori e, di conseguenza contribuiscono ad aumentare la capitalizzazione delle borse nazionali e ad attirare l'interesse dell'opinione pubblica sul tema della tutela degli investitori di minoranza.

Il crescente peso degli investitori istituzionali

Un evento strettamente collegato al precedente e che trova anch'esso la sua origine nei decenni precedenti è il crescente peso assunto dagli investitori istituzionali nel capitale azionario delle grandi imprese quotate dei principali paesi industrializzati.

A metà degli anni Novanta, i fondi pensione e i fondi comuni di investimento controllano una quota assai rilevante degli investimenti realizzati in paesi come il Lussemburgo, l'Olanda e la Svizzera, nazioni di ridotte dimensioni caratterizzate dalla presenza di importanti centri finanziari, o come gli Stati Uniti e la Gran Bretagna, le cui grandi imprese sono caratterizzate da una struttura azionaria molto frammentata. Essi hanno un ruolo significativo, ma comunque minore, in paesi come la Germania, la Francia e l'Italia, che non hanno una larga presenza dei fondi pensione.

Il crescente peso degli investitori istituzionali nella compagine azionaria delle grandi imprese quotate è originato dalla crescente tendenza delle famiglie ad affidare i propri risparmi alla gestione di intermediari specializzati, al fine di diversificare il rischio finanziario che grava sui loro investimenti. La continua crescita del portafoglio gestito dagli investitori istituzionali impone a tali soggetti di acquisire ingenti pacchetti azionari delle principali imprese quotate nei vari mercati azionari e li mette nella condizione di esercitare una

Box 1.2: I principi di Corporate Governance sviluppati da CalPERS

Il California Public Employees' Retirement System (CalPERS) è uno dei più grandi, se non il più grande, investitore istituzionale del mondo. CalPERS ha avviato sin dalla metà degli anni Ottanta un'intensa attività volta a influenzare attivamente la governance delle grandi imprese quotate. Le prime proposte nascono in reazione all'introduzione delle clausole antiscalata da parte delle grandi public companies statunitensi. all'inizio degli anni Novanta, CalPERS assume un atteggiamento più propositivo e si pone l'obiettivo di stimolare un miglioramento generalizzato della governance e della performance delle imprese in cui investe.

I principi di corporate governance sviluppati da CalPERS esprimono il punto di vista di un importante azionista e hanno l'obiettivo di favorire il dialogo con il top management aziendale. I principi sono stati gradualmente affinati, l'ultimo documento disponibile è aggiornato al 5 aprile 2005. I principi chiave sulla corporate governance contenuti in tale documento possono essere riassunti nei seguenti punti

a) Leadership e indipendenza del consiglio di amministrazione

I consiglieri indipendenti rappresentano la sostanziale maggioranza del consiglio.

I consiglieri indipendenti si incontrano periodicamente (almeno una volta all'anno) da soli, senza la presenza dell'amministratore delegato o di altri consiglieri non indipendenti.

Quando il presidente del consiglio è anche l'amministratore delegato dell'impresa, il consiglio designa – formalmente o informalmente – un consigliere indipendente che agisce come leader per coordinare gli altri consiglieri indipendenti.

Alcuni comitati del consiglio sono formati interamente da consiglieri indipendenti. Tali comitati sono quelli che svolgono le funzioni di: auditing, nomina dei consiglieri, valutazione del consiglio e della governance, valutazione e retribuzione dell'amministratore delegato, rispetto delle regole ed etica.

Nessun consigliere può essere consulente o fornire servizi all'impresa. La remunerazione dei consiglieri è un mix di retribuzione monetaria e azioni dell'impresa. la parte rappresentata da azioni è una porzione significativa del compenso totale.

b) Il funzionamento e la valutazione del consiglio

Il consiglio deve formulare in forma scritta i propri principi di corporate governance e deve rividerli periodicamente.

Con riferimento alla proposta di nomina di un consigliere, il consiglio deve valutare il mix delle personalità, delle esperienze, delle prospettive e delle abilità che è più adatto all'impresa. Inoltre, il consiglio deve cercare di coinvolgere gruppi storicamente sottorappresentati come le donne e le minoranze.

Il consiglio stabilisce dei criteri di performance e periodicamente valuta la propria performance rispetto a tali criteri.

I consiglieri indipendenti stabiliscono dei criteri di performance e degli incentivi per il consigliere delegato e regolarmente valutano la sua performance rispetto a tali criteri. I consiglieri indipendenti hanno accesso al parere di esperti indipendenti dal management. I criteri devono far sì che

l'interesse dell'amministratore delegato sia allineato all'interesse a lungo termine degli azionisti, che la performance dell'amministratore delegato sia confrontata con quella delle imprese concorrenti, e che una significativa frazione della sua remunerazione sia variabile.

c) La retribuzione del manager

I programmi di retribuzione manageriale dovrebbero essere progettati e implementati al fine di allineare l'interesse del manager a quello di lungo termine degli azionisti.

La retribuzione manageriale dovrebbe comprendere sia una retribuzione monetaria, sia incentivi collegati alla performance azionaria dell'impresa; le imprese devono incoraggiare il possesso di quote del capitale.

Le politiche retributive manageriali devono essere comunicate agli azionisti. Le politiche devono contenere almeno la filosofia retributiva, il mix tra la retribuzione fissa e quella variabile, i criteri per allineare gli interessi in gioco. Le politiche retributive del management devono essere approvate dagli azionisti.

I contratti del management devono essere resi pubblici e devono consentire agli azionisti di giudicare il funzionamento del sistema di incentivazione.

d) Caratteristiche individuali dei consiglieri

Il consiglio deve adottare delle linee guida che affrontano il problema dell'impegno e del tempo dedicato da coloro che partecipano a più consigli di amministrazione. Queste linee guida devono essere pubblicate annualmente.

Fonte: CalPERS.

grande influenza sulle scelte degli organi di governo delle imprese partecipate. Se in precedenza, quando possedevano solo modesti quantitativi di azioni delle società quotate, gli investitori istituzionali potevano movimentare liberamente il loro portafoglio di investimenti, acquistando i titoli delle imprese gestite in modo efficiente e cedendo sul mercato quelli delle imprese che non avevano buone performance azionarie, l'aumento delle quote di capitale possedute in ciascuna impresa rende l'opzione di uscita non facilmente percorribile. La cessione di un consistente quantitativo di azioni in assenza di un adeguato flusso di ordini di acquisto può infatti deprimere eccessivamente il corso dei titoli e, di conseguenza, può rendere economicamente non conveniente il disinvestimento.

Per effetto di queste dinamiche, i gestori dei fondi comuni di investimento si vedono costretti a passare da una strategia di uscita (*exit*) a una di dialogo (*voice*) che prevede la creazione di canali di comunicazione e la partecipazione alle assemblee degli azionisti al fine di influenzare le decisioni aziendali su materie di fondamentale importanza come la composizione del consiglio di amministrazione, la struttura retributiva dei consiglieri di amministrazione, la trasparenza delle informazioni fornite al mercato ecc.

In risposta alla crescente domanda di indicazioni e di suggerimenti sui problemi di governo delle imprese nascono negli Stati Uniti alcune società, come l'Institutional Shareholder Services e l'Investor Responsibility Research Centre, che si pongono l'obiettivo di fornire agli investitori istituzionali le informazioni necessarie per valutare i temi all'ordine del giorno delle assemblee degli azionisti delle imprese partecipate. In Gran Bretagna l'Association of British Insurers e la National Association of Pensions Funds attivano un servizio simile a favore dei loro associati. Alcuni investitori istituzionali, come per esempio il Californian Public Employees' Retirement System (CalPERS), o altri organismi internazionali, come l'Organizzazione per lo sviluppo e la cooperazione economica (Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD), pubblicano dei documenti che descrivono il modello di governo a cui le società dovrebbero tendere al fine di influenzare le strutture e i processi di governo delle imprese in cui investono (si veda il box 1.2). Alcune grandi imprese, come la General Motors, reagiscono a queste iniziative pubblicando a loro volta le linee guida del loro consiglio di amministrazione su importanti temi di corporate governance.

Sul finire degli anni Ottanta e all'inizio degli anni Novanta il fallimento di alcune importanti società e la scoperta di gravi reati societari commessi dai vertici di tali imprese, alimenta in Gran Bretagna il dibattito sulle modalità di governo delle imprese.

La reazione della comunità finanziaria e industriale del paese è immediata e porta alla costituzione di un comitato, presieduto da Adrian Cadbury, a cui viene affidato l'incarico di predisporre un rapporto sulla corporate governance delle grandi imprese britanniche. Il rapporto e il codice delle *best practices* a esso allegato enfatizzano, ancora una volta, il ruolo dei consiglieri esterni indipendenti e del comitato di audit nel bilanciare e controllare il potere di indirizzo dei consiglieri esecutivi. Il codice non prevede a carico delle imprese quotate alcun obbligo di conformarsi al suo contenuto e lascia alla persuasione morale (*moral suasion*) del mercato la spinta verso il miglioramento delle pratiche di corporate governance.

La pubblicazione del rapporto porta inevitabilmente con sé anche alcune critiche. Alcuni commentatori accusano il codice Cadbury di avere superato il mandato che gli era stato assegnato e di avere introdotto, grazie alla forte enfasi sulla figura dei consiglieri esterni indipendenti, un modello di controllo simile a quello di un consiglio di amministrazione a due livelli. Altri temono invece che il codice possa non produrre alcun effetto significativo sulle società poiché esso non prevede l'uscita dal mercato azionario (*de-listing*) o altre sanzioni di tipo legale per le imprese che non si conformano ai suoi precetti.

Nonostante tali osservazioni critiche, la pubblicazione del rapporto Cadbury rappresenta un momento importante nel dibattito sulla corporate governance a livello nazionale e mondiale. Negli anni seguenti, infatti, numerosi paesi industrializzati seguono l'esempio britannico e favoriscono la nascita di comitati, composti da autorevoli esponenti del mondo industriale e finan-

La diffusione
del codice
di autodisciplina

Le critiche
al codice
Cadbury

Gli altri codici
di Best
Practices

ziario, che vengono incaricati di elaborare dei codici di condotta sui temi di corporate governance. Tra gli altri si ricordano:

- il rapporto Vienot, pubblicato in Francia nel 1995;
- il King Report, presentato in Sudafrica nel 1995;
- le raccomandazioni del Toronto Stock Exchange sulle *Canadian board practices*, sempre del 1995;
- il rapporto Peter, pubblicato in Olanda nel 1997;
- il Codice di autoregolamentazione delle società quotate, presentato nel nostro paese nel 1999.

La Gran Bretagna è il paese più attivo nella produzione di rapporti sulla corporate governance. Il codice Cadbury è infatti seguito dal rapporto Greenbury (Greenbury, 1995) e dal rapporto Hampel (Hampel, 1998). Il primo documento raccomanda alle grandi imprese britanniche di rendere pubblici i dati relativi alla retribuzione dei consiglieri e di costituire dei comitati per la remunerazione, composti da consiglieri esterni indipendenti, per avanzare proposte al consiglio sulle questioni riguardanti il sistema retributivo del top management e dei consiglieri stessi. Il rapporto Hampel analizza i risultati delle proposte contenute nel codice Cadbury e combina il contenuto dei precedenti lavori (Cadbury e Greenbury) in un unico codice delle *best practices* (si veda il box 1.3)

Box 1.3: Il Combined Code sulla Corporate Governance

Il Combined Code, pubblicato nel giugno 1998 dal comitato Hampel sulla corporate governance, è stato successivamente rivisto nel 2003. Le imprese quotate sul mercato di Londra devono dichiarare se rispettano le indicazioni contenute nel codice e, nel caso di mancato rispetto, devono spiegare il motivo del loro comportamento. Il codice si divide in due sezioni, dedicate rispettivamente alle imprese e agli investitori istituzionali.

Il contenuto della sezione relativa alle imprese può essere sintetizzato nei seguenti punti.

A. consiglieri

A1. Il consiglio di amministrazione. Ogni impresa deve essere guidata da un efficace consiglio di amministrazione, che è responsabile del suo successo.

A2. Il presidente e l'amministratore delegato. Ci deve essere una chiara suddivisione dei ruoli ai vertici dell'impresa tra chi gestisce il consiglio e chi gestisce l'impresa. Nessuna persona deve avere un potere decisionale incondizionato.

A3. Equilibrio e indipendenza del consiglio di amministrazione. Il consiglio di amministrazione deve mantenere un equilibrio tra i consiglieri esecutivi e i consiglieri non esecutivi (e in particolare i consiglieri indipendenti), così che nessuna persona o piccolo gruppo di persone possa dominare il processo decisionale del consiglio.

A4. Nomina nel consiglio. Ci deve essere una procedura formale, rigorosa e trasparente per la nomina di nuovi membri del consiglio di amministrazione.

A5. Informazioni e sviluppo professionale. Il consiglio deve ricevere in modo tempestivo le infor-

mazioni necessarie per svolgere in modo efficace il proprio compito. Tutti i consiglieri devono periodicamente aggiornare e migliorare le competenze e le abilità che possiedono.

A6. Valutazione della performance. Il consiglio deve introdurre un processo formale e rigoroso di valutazione della propria performance, di quella dei comitati e dei singoli consiglieri.

A7. Rielezione. Tutti i consiglieri devono, a intervalli regolari, presentarsi per la loro rielezione, che è condizionata al mantenimento di una performance soddisfacente. Il consiglio deve pianificare e garantire un graduale cambiamento dei suoi membri.

B. Retribuzione

B1. Il livello e la struttura della retribuzione. I livelli retributivi devono essere tali da consentire all'impresa di attrarre, trattenere e motivare consiglieri aventi il profilo qualitativo richiesto per governarla con successo. I livelli retributivi non devono comunque essere eccessivamente elevati. Una frazione significativa della remunerazione dei consiglieri esecutivi deve essere collegata alla loro performance individuale e a quella dell'impresa.

B2. Procedure. L'impresa deve creare una procedura formale e trasparente per definire le politiche retributive dei manager e per stabilire il pacchetto individuale dei singoli consiglieri. Nessun consigliere deve essere coinvolto nel processo di determinazione del suo compenso.

C. Accountability e audit

C1. Reporting finanziario. Il consiglio deve presentare un'equilibrata e ragionevole valutazione della situazione dell'impresa e delle sue prospettive.

C2. Controllo interno. Il consiglio deve mantenere un efficace sistema di controllo interno per proteggere l'investimento degli azionisti e le risorse aziendali.

C3. Comitato di audit e società di revisione. Il consiglio deve stabilire delle procedure formali e trasparenti per applicare i principi di reporting finanziario e di controllo interno, e per mantenere una relazione positiva con la società di revisione.

D. relazioni con gli azionisti

D1. Dialogo soddisfacente con gli azionisti. L'impresa deve costruire con gli azionisti un dialogo fondato sulla mutua comprensione degli obiettivi. Il consiglio, come organo collettivo, ha la responsabilità di assicurare un dialogo soddisfacente con gli azionisti.

D2. Uso costruttivo dell'assemblea generale degli azionisti. Il consiglio deve utilizzare l'assemblea degli azionisti per comunicare con gli investitori e per incoraggiare la loro partecipazione.

Il contenuto della sezione relativa agli investitori istituzionali prevede i seguenti punti.

E. Investitori istituzionali

E1. Dialogo con le imprese. Gli investitori istituzionali devono costruire con le imprese un dialogo fondato sulla mutua comprensione degli obiettivi.

E2. Valutazione della governance. Nella valutazione della governance della società, con particolare riferimento alle scelte relative alla composizione e alla struttura del consiglio, gli investitori istituzionali devono considerare adeguatamente tutti i fattori che assumono rilevanza.

E3. L'esercizio dei diritti di voto degli azionisti. Gli investitori istituzionali hanno la responsabilità di fare un corretto uso dei loro voti.

Fonte: Combined Code.

I numerosi codici di autodisciplina condividono l'obiettivo di progettare una struttura di governo che limiti i rischi di abuso di potere del top management, o degli azionisti di controllo, ai danni degli investitori non coinvolti nella gestione aziendale. Anche se il loro contenuto non coincide perfettamente, almeno per quanto concerne le raccomandazioni principali, essi convergono verso un assetto di governo che enfatizza il ruolo dei consiglieri esterni, la creazione di comitati di controllo composti prevalentemente da consiglieri indipendenti e la separazione del ruolo di presidente del consiglio di amministrazione e di amministratore delegato.

La crescente integrazione dei mercati dei capitali

Un altro fenomeno che contribuisce ad alimentare il dibattito sulla corporate governance nel corso degli anni Novanta è rappresentato dalla progressiva integrazione dei mercati finanziari internazionali in un unico mercato globale. Tale fenomeno è il risultato di dinamiche che riguardano sia il fronte della domanda, sia quello dell'offerta di risorse finanziarie:

- per quanto concerne il lato della domanda, le grandi imprese di ogni paese si rivolgono al mercato internazionale dei capitali alla ricerca di fonti di finanziamento che gli possano garantire le risorse necessarie per alimentare il processo di crescita;
- sul fronte dell'offerta di capitali, viceversa, gli investitori istituzionali, soprattutto quelli di matrice anglosassone, sono continuamente alla ricerca di nuovi mercati e di nuovi strumenti per poter investire la crescente quantità di risorse finanziarie raccolte dai risparmiatori.

Il processo di convergenza dei mercati nazionali dei capitali in un unico mercato globale presenta tuttavia anche qualche rischio, che si manifesta quando la crisi finanziaria che colpisce alcuni paesi emergenti (come quelli dell'Est Europa, del Far East o del Sudamerica) si propaga rapidamente in tutto il sistema economico mondiale. Le frequenti crisi finanziarie che caratterizzano gli anni Novanta convincono i rappresentanti di alcuni importanti organismi internazionali, come il Fondo monetario internazionale (International Monetary Fund), la Banca mondiale (World Bank), l'Organizzazione per lo sviluppo e la cooperazione economica (OCSE) e le Nazioni Unite, che la loro soluzione non è legata solo a interventi di tipo macroeconomico, ma passa anche attraverso una riforma della corporate governance volta a garantire una maggiore tutela ai diritti degli azionisti di minoranza.

Infine, sempre nel corso degli anni Novanta, l'ondata di fusioni e di acquisizioni che aveva caratterizzato le imprese americane e britanniche nel decennio precedente coinvolge numerose imprese europee, e, dopo un periodo di calma, riprende vigore anche nei paesi anglosassoni.

Le operazioni di acquisizione ostile in Europa

Nel 1999, 34 imprese quotate dell'Europa continentale sono oggetto di un'acquisizione ostile per un controvalore complessivo di 406 miliardi di dollari, mentre nel corso nel periodo 1990-98 erano state realizzate solo 52 offerte per un controvalore totale di 69 miliardi di dollari. La più importante operazione realizzata a livello europeo è l'acquisizione ostile della tedesca

Mannesman da parte della britannica Vodafone, per un importo superiore a 190 miliardi di dollari, mentre nel nostro paese il primato spetta all'acquisizione di Telecom Italia da parte di Olivetti, per un importo superiore a 50 milioni di euro.

Le acquisizioni realizzate in questo periodo riguardano sia imprese localizzate nello stesso paese, sia imprese che hanno la loro sede giuridica in paesi diversi (*cross-border*). Queste operazioni introducono per la prima volta nell'Europa continentale uno strumento, tipico dei sistemi capitalistici di stampo anglosassone, che si riteneva non potesse essere utilizzato per regolare il comportamento di imprese, come quelle europee, caratterizzate da strutture azionarie piuttosto concentrate.

Ancora più sorprendente è poi l'atteggiamento delle autorità politiche nazionali, che, a differenza del passato, mantengono un certo distacco e non si oppongono al passaggio del controllo di importanti società nazionali nelle mani di imprese concorrenti straniere.

L'elevata dimensione e il grande numero di operazioni che vengono realizzate nel corso degli anni Novanta all'interno del vecchio continente spinge l'Unione Europea a interessarsi all'elaborazione di una normativa comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto.

1.1.4 La rilevanza della corporate governance all'inizio del terzo millennio

Anche nei primi anni del nuovo millennio il dibattito sulla corporate governance è stato alimentato dal verificarsi di alcuni episodi che hanno spinto, ancora una volta, gli accademici e i rappresentanti del mondo politico ed economico a interrogarsi su quale sia il modello migliore di governo delle società industriali e degli intermediari finanziari. In particolare, tali episodi hanno avuto per oggetto l'ascesa e il declino del valore dei titoli della *new economy* e l'ennesima ondata di scandali societari che ha coinvolto alcune grandi imprese in numerosi paesi industrializzati.

Il primo avvenimento che ha colpito emotivamente ed economicamente il pubblico dei risparmiatori è rappresentato dalla bolla speculativa legata all'ascesa e al rapido declino delle quotazioni delle imprese della *new economy*. L'analisi delle cause che si celano dietro a questo fenomeno non può infatti limitarsi a considerare l'eccessivo ottimismo di numerosi imprenditori e *venture capitalists* nei confronti delle potenzialità insite nelle nuove tecnologie legate a Internet, ma richiede un'attenta indagine del comportamento di numerosi soggetti che hanno tratto un enorme guadagno dall'ascesa della quotazione dei titoli della *new economy*:

- gli azionisti delle società (imprenditori, manager, imprese industriali, società di *venture capital*, banche, singoli finanziatori ecc.) che hanno alimentato i corsi azionari per potere lucrare ingenti *capital gains*;
- gli intermediari finanziari che hanno collocato sul mercato le azioni delle

L'inizio
del terzo
millennio

La bolla
speculativa
legata alla
*new
economy*

società a valori molto elevati, nonostante le loro prospettive reddituali finanziarie fossero in alcuni casi incerte, pur di percepire le ingenti commissioni di collocamento;

- le società finanziarie che hanno continuato ad attribuire prezzi di riferimento (*target prices*) in costante crescita ai titoli azionari di società che spesso non avevano un utile netto, o addirittura un utile operativo, positivo ecc.

Una nuova ondata di scandali societari

Più recentemente l'opinione pubblica è stata scossa dal fallimento improvviso e dagli scandali finanziari che hanno colpito alcune grandi imprese di vari paesi. Questi episodi hanno contribuito a mettere in luce come il sistema di controlli in atto non sia stato in grado di evidenziare per tempo le pratiche illegali intraprese dal top management di tali aziende. I reati di cui sono stati accusati gli amministratori e i manager di queste imprese sono numerosi e comprendono, tra gli altri, il falso in bilancio, l'espropriazione illecita di fondi aziendali, la realizzazione di operazioni con parti correlate a condizioni diverse da quelle di mercato, l'*insider trading*.

Questi episodi hanno colpito l'opinione pubblica perché hanno riguardato imprese di primo piano, alcune delle quali considerate addirittura eccellenti e hanno causato un ingente danno patrimoniale a numerose categorie di stakeholder (azionisti, obbligazionisti, altri finanziatori, dipendenti ecc.). Negli Stati Uniti gli scandali hanno riguardato società come Enron, WorldCom, Tyco, Global Crossing, mentre in Italia hanno fatto scalpore soprattutto i casi di Cirio e Parmalat.

La perdita di fiducia dei risparmiatori e della collettività

La conseguenza più grave di questi episodi di cattiva gestione non è il danno patrimoniale inferto ai risparmiatori che avevano comprato le obbligazioni e le azioni delle società che sono fallite, ma la perdita di fiducia dei risparmiatori e della collettività verso gli esponenti del mondo industriale finanziario e tutti i soggetti e le autorità preposte a vigilare sulla correttezza del comportamento delle imprese.

Per evitare che la sfiducia dei risparmiatori, già minata dalla bolla speculativa della *new economy*, potesse sfociare in una drastica riduzione delle risorse finanziarie investite a vario titolo nelle imprese, le autorità nazionali e internazionali hanno introdotto, nuove norme volte ad attribuire maggiore responsabilità civili e penali alle persone che si macchiano di reati societari. L'obiettivo ultimo della riforma è, come sempre, quello di tutelare maggiormente l'interesse di coloro che finanziano le imprese senza poterne indirizzare il comportamento. Il Governo statunitense ha reagito prontamente all'ondata di scandali societari che si è verificata all'inizio del nuovo millennio emanando nell'estate del 2002 il *Sarbanes-Oxley Act* (si veda il box 1). Il NYSE e il NASDAQ hanno seguito immediatamente l'esempio pubblicando alcune proposte volte a migliorare la corporate governance delle società quotate.

Box 1.4: Il Sarbanes-Oxley Act

Il 30 luglio 2002 il presidente statunitense George W. Bush firma il Sarbanes-Oxley Act (SOA). Esso si applica a tutte le imprese quotate alla Borsa di New York e contiene numerose indicazioni in merito alla responsabilità dei consiglieri e dei manager, all'informativa rivolta al pubblico dei risparmiatori e al ruolo delle società di revisione. I principali cambiamenti introdotti dal SOA possono essere sintetizzati nei seguenti punti.

1) Governo delle imprese e informativa societaria

L'amministratore delegato e il direttore finanziario devono certificare che le informazioni riportate nel bilancio rispecchiano fedelmente la situazione economica e finanziaria dell'impresa. La sanzione prevista in caso di comportamenti scorretti può raggiungere:

- a) un milione di dollari e/o 10 anni di reclusione nel caso si accerti la conoscenza del falso in bilancio;
- b) 5 milioni di dollari e/o 20 anni di reclusione nel caso in cui si sia falsificata volontariamente l'informazione di bilancio.

Le società devono divulgare rapidamente le informazioni relative a cambiamenti riguardanti la situazione finanziaria e operativa dell'impresa, che in precedenza venivano fornite solo in occasione dei report finanziari annuali o trimestrali. La SEC ha definito come rilevanti e suscettibili di essere divulgate rapidamente informazioni aventi per oggetto l'interruzione della relazione con un grande cliente, la creazione di un'obbligazione finanziaria in capo all'impresa o qualsiasi cambiamento nel giudizio delle agenzie di rating.

Ogni report che contiene informazioni finanziarie che devono rispettare i principi contabili GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) non deve essere ingannevole, cioè non deve contenere informazioni non veritiere o omettere fatti accaduti.

La SEC deve proibire la quotazione delle imprese il cui comitato di audit non rispetta alcuni requisiti. In particolare, ogni membro del comitato deve essere indipendente; il comitato deve stabilire delle procedure che permettano a ogni dipendente di informare in forma anonima il comitato stesso in merito a eventuali timori aventi per oggetto comportamenti discutibili in materia contabile o di audit; il comitato deve avere l'autorità di ricorrere a consiglieri esterni indipendenti nel caso lo ritenga necessario.

2) Responsabilità e obblighi informativi in capo al vertice aziendale

Nel caso in cui l'impresa debba modificare i propri bilanci a causa del mancato rispetto della normativa sull'informativa economico-finanziaria, l'amministratore delegato e il direttore finanziario devono restituire alla società qualsiasi bonus o incentivo ricevuto e gli utili realizzati dalla vendita di azioni della società durante i 12 mesi precedenti.

I consiglieri, i manager e gli azionisti di riferimento della società devono comunicare l'acquisto e la vendita delle azioni dell'impresa entro due giorni lavorativi dall'avvenuta transazione.

Le imprese non possono concedere prestiti personali ai consiglieri e ai top manager, a eccezione di alcune forme di prestito concesse a condizioni di mercato.

I consiglieri e i dirigenti non possono acquistare o cedere le azioni acquisite per effetto del loro

rapporto di lavoro durante i cosiddetti *blackout period*, ovvero periodi in cui le negoziazioni sono sospese per gran parte dei partecipanti al piano di incentivazione.

La SEC deve emanare delle regole che obbligano le imprese quotate a dichiarare se hanno adottato un codice etico per i loro top manager e, nel caso in cui non lo abbiano fatto, le ragioni del loro comportamento.

3) Indipendenza delle società di revisione

Il comitato di audit deve dare la propria approvazione ai servizi offerti dal revisore. La società di revisione non può fornire servizi di consulenza non strettamente collegati a quelli di revisione. Infine, la società di revisione deve essere cambiata ogni 5 anni.

I dipendenti di società di revisione che desiderano assumere il ruolo di amministratore delegato, direttore finanziario o direttore amministrativo di un'impresa per cui hanno prestato il servizio di revisione devono rimanere in aspettativa per un anno prima di prendere servizio presso la nuova società.

Fonte: Sarbanes-Oxley Act.

In Italia il processo di riforma è stato più lungo e tormentato. Il processo che ha portato all'emanazione della Legge 28 dicembre 2005, n. 262, meglio nota come Legge sul Risparmio, ha infatti richiesto più di un anno e mezzo di lavoro. La Legge ha introdotto numerosi cambiamenti in materia societaria finanziaria con l'intento di proteggere i risparmiatori e disciplinare il mercato finanziario (si veda il box 1.5). Le "Nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari" sono entrate in vigore il 12 gennaio 2006. Il Governo è intervenuto successivamente all'entrata in vigore della Legge - con il decreto-legge n. 6 del 17 gennaio 2006 - determinando il diffinimento di alcune norme in materia di obbligazioni bancarie, prodotti finanziari e assicurativi e l'obbligo di prospetto per le sollecitazioni all'investimento

Box 1.5: La legge 28 dicembre 2005 n. 262 (la Legge sul risparmio)

La legge introduce numerose modifiche in materia di corporate governance, revisione contabile, intermediazione mobiliare e sanzioni. Il contenuto dei 44 articoli può essere sintetizzato nei seguenti punti.

1) Nomina e composizione del consiglio di amministrazione delle società

Gli statuti devono garantire che i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati e devono determinare la quota minima di partecipazione per la presentazione di tali liste in misura non superiore a un quarantesimo (1/40) del capitale sociale. Per le elezioni alle cariche sociali le votazioni dovranno sempre svolgersi con scrutinio segreto.

Fatta eccezione per le società organizzate secondo il modello monistico, almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione deve essere eletto sulla base della lista di minoranza che

abbia ottenuto il maggior numero di voti e che non deve essere collegata, né direttamente né indirettamente, con la lista che sia risultata prima per numero di voti.

Qualora, poi, il consiglio di amministrazione si componga di più di sette membri, almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per il collegio sindacale, nonché tutti gli ulteriori requisiti eventualmente previsti dallo statuto.

Per le società organizzate secondo il modello dualistico il cui consiglio di gestione comprenda più di quattro componenti, almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza sopra menzionati. In ogni caso, ogni soggetto che svolga funzioni di amministrazione e direzione deve possedere (e, in caso contrario, verrà destituito dall'incarico) i requisiti di onorabilità che il Ministero di Grazia e Giustizia stabilirà per i membri degli organi di controllo.

2) Collegio sindacale e organi corrispondenti nei modelli monistico e dualistico delle società
La Consob stabilirà con apposito regolamento le modalità per l'elezione di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza.

Il presidente del collegio sindacale deve essere scelto dall'assemblea tra i sindaci eletti dalla minoranza.

Dipendenti e soggetti che abbiano relazioni di carattere economico o professionale con uno degli amministratori della società o con uno dei componenti della sua famiglia, non potranno essere nominati nel collegio sindacale della società medesima. Con un nuovo regolamento la Consob stabilirà i limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo che i componenti degli organi di controllo delle società quotate e delle società emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in maniera rilevante possono assumere. I soggetti appena menzionati sono sottoposti a doveri di informativa in tal senso.

I componenti degli organi di direzione e controllo di società non quotate sono tenuti a comunicare all'assemblea il numero degli incarichi di amministrazione e controllo assunti presso altre società, prima di accettare il nuovo incarico.

3) Azione contro gli amministratori di società

L'azione sociale di responsabilità può essere promossa anche a seguito di una deliberazione del collegio sindacale assunta con la maggioranza dei due terzi dei suoi componenti.

Con riferimento alle società quotate, il quorum necessario per la deliberazione dell'azione sociale di responsabilità è di un 1/40 del capitale sociale.

4) Tutela delle minoranze

I soci che rappresentano almeno 1/40 del capitale sociale possono chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno, indicando agli amministratori le ulteriori materie da trattare.

5) Disciplina delle società off-shore

Le società italiane che controllano società estere aventi sede in Stati che non garantiscono la trasparenza societaria dovranno allegare al proprio bilancio di esercizio anche quello delle società estere controllate, redatto secondo i principi e le regole applicabili ai bilanci italiani o secondo i principi contabili Internazionali. Il bilancio della società estera dovrà essere sottoscritto dagli organi di amministrazione, dal direttore generale e dal dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili di questa ultima. Il bilancio della società italiana è corredato da una relazione degli

amministratori sui rapporti intercorrenti fra società italiana e società estera, relazione alla quale è allegato il parere espresso dall'organo di controllo. Il bilancio della società estera controllata è soggetto a revisione da parte della società di revisione del bilancio della società italiana. Le medesime disposizioni si applicano anche alle società italiane che siano controllate da o che siano collegate alla società estera avente sede in Stati che non garantiscono la trasparenza societaria. Gli amministratori, il direttore generale e la società di revisione della società italiana, sono sottoposti alla responsabilità civile, penale ed amministrativa stabilita dalla legge italiana in materia di redazione dei bilanci.

6) Diritti di voto per le fondazioni bancarie

Le fondazioni bancarie non potranno esercitare diritti di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie delle società partecipate per le azioni eccedenti il 30 per cento del capitale rappresentato da azioni aventi diritto di voto.

7) Conflitto di interessi tra banche e società

Le banche dovranno rispettare le condizioni stabilite dalla Banca d'Italia, in conformità alle deliberazioni del CICR, per le attività di rischio nei confronti di: (i) soggetti che direttamente o indirettamente, detengono una partecipazione rilevante o comunque il controllo della banca o della società capogruppo, (ii) soggetti che sono in grado di nominare uno o più componenti degli organi di amministrazione e controllo della banca o della società capogruppo, (iii) soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo della banca o delle società capogruppo, (iv) società controllate da persone che rientrino nelle tre categorie appena menzionate o presso le quali svolgano incarichi di amministrazione, direzione o controllo.

8) Conflitti di interessi nella gestione di patrimoni di organismi di investimento collettivo

Il Governo è delegato ad emanare entro sei mesi dall'entrata in vigore della Legge, uno o più decreti legislativi, volti a disciplinare i conflitti di interessi nella gestione dei patrimoni di organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), dei prodotti assicurativi e di previdenza complementare e nelle gestioni su base individuale di portafogli per conto terzi.

9) Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento

La Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, deve disciplinare i casi in cui determinate attività vengano prestate da strutture distinte e autonome. Apposite sanzioni amministrative si applicano a carico dei soggetti con doveri di amministrazione o controllo che non osservino tali disposizioni (da 50.000 a 500.000 Euro).

10) Circolazione in Italia di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali

Nel computo del limite di emissione delle obbligazioni concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere. L'investitore professionale risponde della solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali, per un anno dalla data di emissione, a meno che non consegna a questi ultimi un documento informativo contenente tutte le informazioni richieste da Consob.

11) Direttiva sul prospetto informativo (Direttiva 2003/71/CE)

Il Governo è delegato ad emanare un decreto legislativo relativo al prospetto per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari. La Consob è confermata quale autorità nazionale competente in materia.

La Legge sul risparmio richiede che vengano individuati: (i) i tipi di offerta a cui non si applica l'obbligo di pubblicare un prospetto, nonché i tipi di strumenti finanziari alla cui offerta al pubblico ovvero alla cui ammissione alla negoziazione non si applica l'obbligo di pubblicare un prospetto; (ii) le condizioni alle quali il collocamento tramite intermediari ovvero la successiva rivendita di strumenti finanziari oggetto di offerte a cui non si applica l'obbligo di pubblicare un prospetto, siano da assoggettare a detto obbligo.

La Legge richiede inoltre che vengano stabiliti i criteri per il riconoscimento in Italia di un prospetto approvato da uno Stato estero. Viene concesso, in casi prestabiliti, il diritto dell'investitore di revocare la propria accettazione. Dovranno poi essere specificati i requisiti per l'individuazione della figura dell'investitore qualificato. Infine, è prevista una disciplina sulla responsabilità civile per le informazioni contenute nel prospetto.

12) Tutela degli investitori, disciplina dei promotori finanziari e dei mercati regolamentati, informazione societaria

La Consob dovrà emanare un regolamento ai sensi del quale gli intermediari finanziari dovranno classificare il livello di rischio dei prodotti finanziari e delle gestioni di portafogli di investimento, tenendo in considerazione il profilo di ciascun cliente. L'iscrizione dei promotori finanziari nell'apposito albo e la tenuta dello stesso sono delegate ad un nuovo organismo supervisionato dalla Consob. Le operazioni di fusione di società con azioni quotate sui mercati regolamentati e società con azioni non quotate sono sottoposte al dovere di pubblicazione del prospetto e devono sottostare alle disposizioni determinate in un apposito regolamento da emanarsi a cura della Consob.

Le società con azioni quotate sui mercati regolamentati devono diffondere annualmente, nei termini e con le modalità stabilite dalla Consob, informazioni sull'adesione a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o associazioni di categoria degli operatori. Gli statuti delle società con azioni quotate sui mercati regolamentati devono indicare le modalità per la nomina di un dirigente preposto alla stesura dei documenti contabili societari. Tale soggetto soggiace al regime di responsabilità civile e penale previsto per gli amministratori.

13) Piani di stock option

I piani di stock option deliberati da società con azioni quotate in mercati regolamentati devono essere approvati dall'assemblea dei soci e devono essere comunicati sia alla Consob sia al pubblico.

14) Modifiche alla disciplina della revisione dei conti

La durata massima dell'incarico di revisore contabile è stabilita in sei esercizi, è rinnovabile una sola volta e non può essere rinnovata se non decorso almeno un triennio dal precedente incarico, con sostituzione del responsabile della revisione.

L'incarico di responsabile della revisione dei bilanci di una stessa società non può essere esercitato dalla medesima persona per più di sei esercizi sociali. Sono stabiliti criteri più rigidi di incom-

patibilità. Infine le società non quotate che controllano società con azioni quotate in mercati regolamentati sono assoggettate ai medesimi obblighi di revisione.

15) Banca d'Italia: struttura, poteri e coordinamento con le altre autorità

Sono stati modificati poteri e struttura della Banca d'Italia: è stato introdotto il mandato a termine per il Governatore, della durata di sei anni, rinnovabile una sola volta; sono state devolute all'Autorità Antitrust le funzioni di vigilanza sugli abusi di posizione dominante e sulle intese relative a banche, con esclusione delle acquisizioni e delle concentrazioni bancarie, per le quali è tuttora prevista l'approvazione della Banca d'Italia.

Il coordinamento tra le autorità aventi competenze sui mercati finanziari (Banca d'Italia, Consob, Isvap, Covip, Autorità garante della concorrenza e del mercato) deve essere rafforzato.

16) Misure di protezione per gli investitori

Il Governo è delegato ad adottare, entro diciotto mesi dalla data di entrata in vigore della Legge, un decreto legislativo che preveda: (i) l'introduzione di procedure di conciliazione e di arbitrato e (ii) un sistema di indennizzo in favore dei risparmiatori e investitori, nel caso di controversie con le banche o gli altri intermediari finanziari circa l'adempimento di obblighi di informazione, correttezza e trasparenza.

17) Reati societari e sanzioni

La Legge introduce nuove disposizioni relativamente al reato di falso in prospetto e prevede due specifiche fattispecie di falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni delle società di revisione e di comunicazione circa l'approvazione delle regole previste nei codici di comportamento delle società quotate. Introduce inoltre il reato di omessa comunicazione del conflitto di interessi e prevede il raddoppio delle sanzioni penali, limitatamente alle violazioni riguardanti società con titoli quotati o diffusi tra il pubblico.

Vengono invece quintuplicate le sanzioni amministrative pecuniarie previste. Con riferimento alla responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, sono raddoppiate le sanzioni pecuniarie.

Fonte: Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari.

1.2 Gli studi sulla corporate governance

“Governance” «Governance» è una parola che ha una lunga storia. Essa deriva dalla radice latina «gubernare», che significa «guidare» o «governare», e viene utilizzata in Gran Bretagna sin dal XIV secolo per indicare saggezza e senso di responsabilità. La parola «governance» indica sia l'azione, sia il metodo di governo ed è proprio in questo secondo significato che viene utilizzata con riferimento alle imprese.

La corporate governance L'utilizzo dell'espressione «corporate governance» è, viceversa, relativamente recente e si fonda sull'analogia tra il governo degli enti locali e nazionali e il governo delle imprese. Si ritiene che il termine «corporate governan

ce» sia stato utilizzato per la prima volta da Richard Eells per indicare «la struttura e il funzionamento della politica aziendale». Tale termine inizia a essere utilizzato diffusamente solamente nel corso degli anni Ottanta quando alcuni avvenimenti (descritti nel paragrafo precedente) attirano l'attenzione degli accademici di varie discipline, degli esponenti dell'industria e della finanza e dei rappresentanti del mondo politico sugli argomenti che esso sottende.

Nonostante il gran numero di contributi che sono stati prodotti sull'argomento nel corso degli ultimi decenni, si deve rilevare come ad oggi non si sia ancora giunti a una definizione condivisa riguardo a che cosa si debba intendere con l'espressione «corporate governance». I numerosi autori che hanno affrontato questo tema hanno infatti adottato definizioni che differiscono tra loro sia per l'ampiezza e la varietà degli stakeholder che sono considerati nel processo di governo economico (gli azionisti, i manager, i fornitori, i prestatori di lavoro, gli intermediari finanziari, i consumatori, la collettività in genere ecc.), sia per l'ampiezza e la varietà degli organi societari o dei meccanismi che sono ritenuti responsabili della funzione di governo dell'impresa (il consiglio di amministrazione, le società di revisione, il top management, il collegio sindacale, il mercato per il controllo societario ecc.).

Per quanto concerne il primo aspetto, si spazia da definizioni che considerano come meritevoli di tutela gli interessi degli azionisti, e dei conferenti di capitale in genere, ad altre in cui si sostiene che l'attività di governo economico debba contemperare gli interessi di tutti gli stakeholder, compresa anche la collettività più estesa. In merito al secondo aspetto, le due posizioni estreme sono rappresentate da un lato da chi ritiene che l'organo a cui compete la definizione e la risoluzione delle problematiche di corporate governance sia costituito prevalentemente o esclusivamente dal consiglio di amministrazione, dall'altro da chi è convinto che la corporate governance sia un complesso insieme di strutture e di regole di varia natura aventi l'obiettivo di comporre i differenti interessi che convergono nell'impresa.

Incrociando le due dimensioni appena elencate si ottiene una matrice in cui è possibile collocare le definizioni di corporate governance utilizzate in letteratura. I quattro quadranti così individuati identificano altrettante definizioni che sono espressive di visioni della materia molto diverse tra loro (si veda la Figura 1.1).

Nel primo quadrante troviamo tutti quegli studi che considerano rilevante e meritevole di tutela solo l'interesse degli azionisti (eventualmente allargato a quello di tutti i finanziatori) e che vedono nel consiglio di amministrazione l'organo preposto a svolgere la funzione di governo economico. Secondo questa impostazione, gli stakeholder dell'impresa diversi dagli azionisti non hanno alcun diritto di governo economico, poiché la relazione che intrattengono con l'azienda è governata in modo efficiente dalle forze di mercato. Gli azionisti invece conferiscono stabilmente all'impresa delle risorse finanziarie sotto forma di capitale di rischio e, in cambio, non ottengono alcun potere di indirizzo sulle risorse conferite, né ricevono una remunerazione periodica stabilita

Il c.d.a. come
organo di
tutela
dell'interesse
degli
stakeholder

Figura 1.1 Le possibili definizioni di corporate governance

Strutture e meccanismi di corporate governance Consiglio di amministrazione Numerose strutture e meccanismi	I	II
	III	IV
	Azionisti	Tutti gli stakeholder
	Interessi considerati nel processo di corporate governance	

Fonte: Zattoni (2004a)

contrattualmente. Senza la garanzia di adeguate prerogative di governo economico, essi non sarebbero in grado di controllare l'operato del management e di conseguenza, potrebbero anche non fornire il loro contributo all'impresa.

In merito alla seconda dimensione della matrice, questa impostazione attribuisce al consiglio di amministrazione il compito di regolare il conflitto di interessi tra azionisti e manager che si viene a creare in presenza della separazione tra la proprietà e il controllo. Secondo questa concezione il processo di corporate governance coinvolge tre soggetti:

1. gli azionisti, che forniscono il capitale di rischio e hanno il diritto di nominare loro rappresentanti in consiglio;
2. i consiglieri, che hanno doveri fiduciari verso gli azionisti e devono verificare che il management persegua l'obiettivo della creazione di valore azionario;
3. il management, che deve gestire l'impresa al fine di conseguire gli obiettivi fissati dal consiglio.

Nel secondo quadrante troviamo quelle definizioni di corporate governance che considerano meritevole di tutela l'interesse di varie categorie di stakeholder e che attribuiscono al consiglio di amministrazione la responsabilità di svolgere la funzione di governo economico.

Per quanto concerne il primo aspetto, questa impostazione riconosce come rilevante non solo l'interesse degli azionisti, ma anche quello di altre categorie di stakeholder. Tale allargamento degli interessi che sono meritevoli di

Il c.d.a. come organo di tutela dell'interesse degli stakeholder

tutela nell'ambito del processo di governo economico comporta la soluzione di alcune questioni piuttosto complesse:

- in primo luogo si deve definire che cosa si intende con l'espressione *stakeholder*, ovvero si deve identificare un criterio che consenta di discriminare tra coloro che hanno e coloro che non hanno un interesse nei confronti dell'impresa;
- in secondo luogo, si deve definire una regola di condotta che guidi il management in tutte quelle situazioni in cui il soddisfacimento dell'interesse di una categoria di stakeholder avviene ai danni dell'interesse di un'altra categoria.

In merito alla definizione degli organi e delle persone responsabili del processo di governo economico, questa impostazione non si differenzia da quella descritta in precedenza. Il consiglio di amministrazione viene ritenuto l'organo a cui compete la tutela dell'interesse degli stakeholder dell'impresa, e la preoccupazione principale degli studiosi consiste nel progettare dei meccanismi di governo che incentivino i consiglieri a svolgere tale compito.

Nel terzo quadrante si posizionano quelle definizioni di corporate governance che considerano come meritevole di tutela l'interesse degli azionisti e che ritengono che il processo di governo delle imprese sia il risultato dell'operare di numerosi elementi interni ed esterni a esse.

Per quanto concerne il primo aspetto, questa definizione condivide con la prima l'affermazione secondo cui gli azionisti, e più in generale tutti i conferenti di capitale, sono l'unica categoria di stakeholder i cui interessi devono essere considerati nei processi di governo economico. Anche in questo caso, cioè, la corporate governance deve assicurare agli azionisti, e in generale a tutti i finanziatori, che il management gestirà in modo efficiente i loro risparmi.

Per quanto concerne il processo di governo economico, tuttavia, questa impostazione ritiene che il consiglio di amministrazione, pur svolgendo un ruolo importante nella risoluzione del conflitto di interessi tra azionisti e management, non sia l'unico organo rilevante. Altri meccanismi e strumenti possono infatti contribuire a disciplinare il comportamento dei manager. Si pensi, a titolo di esempio, al mercato per il controllo societario, ai mercati in cui l'impresa acquista le proprie risorse o cede i propri prodotti, al mercato del lavoro manageriale e al diritto societario.

Infine, nel quarto quadrante si collocano quelle definizioni di corporate governance che ritengono che l'impresa debba essere governata al fine di soddisfare l'interesse di numerosi stakeholder, e che il processo di governo economico veda l'operare di numerosi elementi interni ed esterni all'impresa.

Questa impostazione concepisce le imprese come istituti economico-sociali che, oltre a perseguire l'interesse degli azionisti, devono soddisfare le istanze che provengono da numerose categorie di stakeholder (i prestatori di lavoro, i fornitori di beni, i conferenti di capitale di prestito, i clienti ecc.).

In merito agli organi e alle persone coinvolte nel processo di governo economico, gli studi riconducibili a questa classe ritengono che il consiglio di amministrazione, pur svolgendo un ruolo importante, non esaurisca il conte-

Le strutture e i meccanismi a tutela dell'interesse degli azionisti

Le strutture e i meccanismi a tutela dell'interesse degli stakeholder

nuto di tale attività. In una visione allargata, i meccanismi di corporate governance sono rappresentati dalle strutture e dalle istituzioni che condizionano il comportamento delle imprese e comprendono, tra gli altri:

- la normativa (il diritto societario, il diritto dei mercati finanziari, il diritto del lavoro, il diritto privato ecc.);
- la struttura e il funzionamento del consiglio di amministrazione e degli altri organi di governo economico (l'assemblea degli azionisti, il collegio sindacale ecc.);
- i sistemi di controllo interno;
- i sistemi informativi;
- i sistemi di ricompensa.

Due differenti
impostazioni

Volendo estremizzare le quattro definizioni appena presentate, possiamo suddividere gli studi sulle modalità di governo delle imprese in due grandi classi a seconda che adottino una concezione «ristretta» o «allargata» della corporate governance:

- il primo caso, che corrisponde al primo quadrante della Figura 1.1, considera rilevanti solò gli interessi degli azionisti e concepisce il consiglio di amministrazione come l'organo preposto alla soluzione dei potenziali contrasti tra azionisti e manager;
- il secondo caso, che coincide con il quarto quadrante della matrice, concepisce la corporate governance come un insieme di regole, istituzioni, consuetudini e organi formali che presiedono al contemperamento degli interessi dei differenti stakeholder dell'impresa.

Di seguito si presentano analiticamente le principali caratteristiche di queste due impostazioni.

1.3 La concezione ristretta della corporate governance

I fondamenti
della conce-
zione ristretta

La concezione ristretta della corporate governance è fortemente condizionata dalle caratteristiche che il dibattito sul governo delle imprese ha assunto nei sistemi capitalistici anglosassoni, all'interno dei quali l'attenzione è concentrata sulle modalità di funzionamento del consiglio di amministrazione delle grandi *corporations* che sono caratterizzate da un assetto proprietario riconducibile al modello della *public company*. Secondo questa concezione gli azionisti sono la categoria di stakeholder che ha il diritto di controllo sull'impresa poiché essi, in qualità di possessori dei diritti residuali sul flusso di reddito prodotto, hanno un forte interesse che sia massimizzata l'efficienza e la ricchezza prodotta nel lungo periodo. Gli azionisti esercitano il diritto di controllo esprimendo il loro voto su alcune decisioni importanti e nominando i membri del consiglio di amministrazione come garanti del loro interesse.

La relazione
di agenzia tra
azionisti,
consiglieri e
top manager

La relazione fra azionisti e membri del consiglio di amministrazione è configurabile come un tipico rapporto di agenzia in cui gli azionisti (nella veste di principale) delegano ai consiglieri (nel ruolo di agenti) la realizzazione di un insieme di attività (si veda il box 1.6).

Box 1.6: La teoria dell'agenzia

Una relazione di agenzia è quella in cui un soggetto (l'agente) agisce per, a favore di o come rappresentante di un secondo soggetto (il principale).

L'elemento base della teoria dell'agenzia è la presenza di due persone, una delle quali (il principale) dipende in una certa misura dal comportamento della seconda (l'agente). Il principale delega un'attività all'agente e stabilisce le regole che sovrintendono la relazione, comprese le modalità di distribuzione delle ricompense tra le parti. L'agente realizza l'attività che gli viene delegata dal principale e sceglie un corso di azione tra i vari possibili.

La relazione di agenzia diventa problematica in presenza di due condizioni: incertezza e asimmetria informativa. I contributi riconducibili al filone principale-agente analizzano quindi prevalentemente quelle situazioni in cui:

- a) l'azione dell'agente non è direttamente osservabile dal principale (asimmetria informativa);
- b) il risultato dell'azione dell'agente è condizionato da eventi al di fuori del suo controllo (incertezza).

La condizione di asimmetria informativa si verifica piuttosto di frequente nelle relazioni di agenzia: da un lato gli agenti conoscono meglio del principale il compito che devono svolgere, dall'altro il principale ha una migliore conoscenza del risultato finale che si deve conseguire.

Anche la condizione di incertezza è solitamente presente nelle relazioni di agenzia, perché i compiti delegati dal principale all'agente non sono nella maggior parte dei casi standardizzabili o indipendenti da eventi al di fuori del suo controllo.

La presenza di asimmetria informativa e di incertezza determina numerosi problemi nelle imprese e nelle relazioni commerciali. Tali problemi sarebbero facilmente risolvibili se l'informazione potesse essere scambiata senza costi e se gli incentivi dei soggetti coinvolti nella relazione fossero coerenti tra loro. L'evidenza empirica indica tuttavia che queste condizioni si verificano solo raramente. La presenza di asimmetria informativa e di incertezza determina l'esistenza dei costi di agenzia, i quali rappresentano la differenza negativa di benessere che si verifica passando dalla situazione ideale a quella reale. Essi comprendono:

- a) i costi sostenuti dal principale per controllare il comportamento dell'agente (costi di controllo);
- b) i costi sostenuti dall'agente per garantire il principale che egli non prenderà delle decisioni contro il suo interesse o per assicurare il principale che lo rimborserà se il suo comportamento lo danneggerà (costi di assicurazione);
- c) la perdita residuale di benessere che si crea nella relazione, data l'impossibilità di riuscire a conciliare gli interessi divergenti delle parti (perdita residuale).

I costi di agenzia non possono essere annullati, ma solo minimizzati.

Fonte: Zattoni (2004a).

All'interno di questa concezione, il principale problema di corporate governance si verifica quando la struttura azionaria è così frazionata da dare luogo al fenomeno della separazione della proprietà, intesa come il possesso delle quote di capitale di rischio, dal controllo dell'impresa, inteso come il diritto ad assumere le principali decisioni di governo economico. L'eccessivo

frazionamento della struttura azionaria determina infatti due conseguenze di rilievo: riduce l'incentivo degli azionisti a svolgere un'adeguata attività di controllo sull'operato dei dirigenti, e attribuisce ai manager il controllo del consiglio di amministrazione e dell'impresa.

Il fenomeno di *free riders* nell'attività di controllo tende a manifestarsi per chi nessun conferente di capitale di rischio possiede quote di capitale sufficientemente elevate, cioè non riceve una percentuale sufficientemente ampia del rendimento residuale dell'impresa, da giustificare il sostenimento dei costi legati alla definizione dei contratti con gli altri stakeholder e al controllo del rispetto dei termini in essi previsti. In queste condizioni, i manager e i membri del consiglio di amministrazione possono prendere delle decisioni che sono volte a massimizzare il loro benessere a danno dell'interesse degli azionisti e dell'efficienza aziendale.

Le ricerche empiriche sui c.d.a.

Le ricerche empiriche aventi per oggetto i consigli di amministrazione delle più grandi imprese statunitensi hanno contribuito a sottolineare come questi organi siano spesso sotto l'influenza determinante dell'amministratore delegato e dei top manager dell'impresa. Supportano tale ipotesi alcune caratteristiche della composizione e del funzionamento dei consigli, quali, per esempio:

- la ridotta frequenza delle riunioni;
- la sovrapposizione nella stessa persona del ruolo di amministratore delegato e di presidente;
- l'eccessivo numero di membri del consiglio;
- il forte peso dei consiglieri interni (*executive directors*) rispetto a quelli esterni (*non-executive directors*);
- il ridotto numero di consiglieri indipendenti;
- la scarsa presenza di comitati responsabilizzati su temi specifici (*audit committee, remuneration committee, nomination committee* ecc.) o la presenza dell'amministratore delegato o di altri manager al loro interno;
- la bassa qualità delle informazioni fornite ai consiglieri esterni.

Le indicazioni normative

Data questa situazione, le indicazioni normative che vengono fornite dagli studiosi anglosassoni e dai codici di autodisciplina emanati da vari organismi nazionali e internazionali sono tutte finalizzate all'obiettivo di aumentare l'*accountability* dei manager e l'autonomia del consiglio tramite, per esempio:

- l'ingresso di un maggior numero di consiglieri esterni indipendenti;
- la creazione di comitati con compiti specifici composti prevalentemente e esclusivamente da amministratori indipendenti;
- la separazione del ruolo di amministratore delegato e di presidente;
- la consegna tempestiva delle informazioni propedeutiche alla preparazione della riunione del consiglio;
- la valutazione periodica dell'operato dei consiglieri.

Il superamento dei limiti della concezione ristretta

1.4 La concezione allargata della corporate governance

La concezione allargata della corporate governance intende porre rimedio ai limiti che caratterizzano la concezione ristretta, la quale circoscrive il proble-

ma delle modalità di governo delle imprese alla composizione e al funzionamento dei consigli di amministrazione e considera gli interessi degli stakeholder diversi dagli azionisti come un vincolo esterno che assume rilevanza solo se si verificano determinate circostanze.

La concezione allargata di corporate governance supera i limiti della visione ristretta estendendo la propria attenzione a tutti gli stakeholder dell'impresa e considerando i vari elementi, interni ed esterni all'azienda, che ne condizionano il processo di governo. Secondo questa impostazione, solo in alcuni casi particolari e per alcuni problemi specifici gli studiosi possono assimilare il tema del governo delle imprese all'analisi della composizione e del funzionamento del consiglio di amministrazione, concepito come organo volto a tutelare l'interesse degli azionisti.

I numerosi studi che hanno analizzato i vari tipi di capitalismo sono emblematici di una concezione allargata della corporate governance. Tali studi non si sono infatti limitati ad analizzare la struttura azionaria e le caratteristiche del consiglio di amministrazione delle grandi imprese quotate, ma hanno adottato una visione sistemica e allargata che li ha portati a considerare il condizionamento che numerose variabili esercitano sul processo di governo economico.

Gli studi fondati su una concezione allargata di corporate governance hanno evidenziato che:

- il tema della separazione della proprietà e del controllo è specifico delle grandi *public companies* anglosassoni. La struttura azionaria delle grandi imprese che operano nei principali paesi industrializzati è infatti molto più concentrata e vede spesso al suo interno la presenza di un azionista o di una coalizione di azionisti di controllo;
- le imprese non possono limitarsi a perseguire la soddisfazione dell'interesse degli azionisti e la massimizzazione del valore azionario, ma devono soddisfare le attese di numerosi stakeholder. In primo luogo, esse devono soddisfare gli interessi di coloro che vi apportano un contributo utile allo svolgimento efficiente dell'attività economica; in un'ottica più allargata devono considerare anche le attese di coloro che sono influenzati o possono influenzarne l'attività economica;
- la normativa che si è sviluppata a livello nazionale contribuisce a definire i rapporti di forza tra i diversi stakeholder dell'impresa. Così, per esempio, in alcuni paesi i prestatori di lavoro possono nominare loro rappresentanti negli organi di governo economico delle grandi imprese, in altri le banche e le istituzioni finanziarie assumono un ruolo rilevante ai fini dell'esercizio dei diritti di controllo o di risoluzione delle crisi aziendali ecc.;
- ogni modello di corporate governance è composto da un elevato numero di variabili tra loro interdipendenti, le quali sono il risultato del lento processo di evoluzione delle istituzioni (economiche, sociali, culturali, legali ecc.) che regolano il comportamento e i valori delle persone che operano all'interno di un dato contesto geografico. L'inerzia e la rigidità che carat-

Gli studi
sui modelli
di capitalismo

I risultati degli
studi basati
sulla conce-
zione allargata

terizzano le istituzioni alla base di un determinato modello rendono lunghi e difficoltosi i processi di cambiamento e vincolano fortemente la direzione degli stessi.

In sintesi, la concezione ristretta della corporate governance si concentra sull'analisi della composizione, della struttura e del funzionamento degli organi e delle strutture formali (in particolare del consiglio di amministrazione) delle imprese ad azionariato diffuso, al fine di individuare le caratteristiche di tali organi che favoriscono la creazione di valore per gli azionisti. Essa, trascurando gli interessi degli altri stakeholder dell'istituto e delle numerose variabili interne ed esterne all'impresa che ne influenzano il processo di governo, adotta una visione limitata che considera solo una piccola, e poco significativa, parte dei processi di corporate governance.

La seconda concezione presentata in precedenza è «allargata» nel senso che da un lato considera come rilevante l'interesse di numerosi stakeholder diversi dagli azionisti e dall'altro sostiene che i processi di corporate governance comprendono, oltre alle strutture e ai meccanismi interni all'impresa (come l'assemblea degli azionisti, il consiglio di amministrazione ecc.):

- il comportamento di istituti esterni (come l'autorità di controllo sulla borsa, le società di revisione ecc.);
- il funzionamento dei mercati in cui essa opera (come il mercato dei prodotti finiti e dei fattori produttivi, il mercato finanziario ecc.);
- i valori e le consuetudini che caratterizzano la cultura nazionale;
- la normativa relativa ai diritti e ai doveri delle diverse categorie di soggetti che partecipano all'impresa.

Riepilogo

- *Perché è importante la corporate governance?* Il tema delle modalità di governo delle imprese ha assunto rilevanza a partire dalla costituzione delle società a responsabilità limitata e ha ricevuto un notevole impulso quando la quotazione di alcune aziende ha determinato la separazione della proprietà e del controllo nelle grandi public companies. Le problematiche insite in questo tipo di imprese hanno fortemente condizionato il dibattito, che sin da questo momento si è concentrato prevalentemente sulla progettazione di assetti di governo che incentivino i manager a perseguire la creazione di valore per gli azionisti.
- *Quali eventi hanno determinato l'evoluzione dei modelli di corporate governance?* Il dissesto improvviso di alcune grandi imprese e le frodi aziendali commesse da manager senza scrupoli sono stati il principale motore ispiratore dello sviluppo delle teorie e dei modelli di corporate governance. Gli Stati nazionali e le autorità preposte al controllo dei mercati finanziari hanno reagito a tali avvenimenti emanando delle disposizioni normative sempre più rigide, le quali non hanno tuttavia evitato il ripetersi di comportamenti dolosi negli anni successivi. La storia dimostra che la realizzazione di un'efficace processo di governo richiede sia la riforma della normativa e degli organi di vigilanza, sia l'attivazione spontanea da parte delle

imprese di comportamenti volti a rispettare i principi di buona gestione sanciti dalla normativa.

- *Perché il dibattito si è concentrato sui consigli di amministrazione?* Il dibattito sulla corporate governance si è focalizzato prevalentemente sul tema della composizione, della struttura e del funzionamento del consiglio di amministrazione. In particolare, da circa mezzo secolo, ogni volta che si verifica un episodio di grave dissesto finanziario associato a comportamenti illeciti del top management si auspica l'aumento del numero dei consiglieri indipendenti e l'introduzione di comitati su temi specifici. In realtà, pur riconoscendo la centralità del consiglio di amministrazione nei processi di governo delle imprese, gli studi sulla corporate governance non possono ignorare l'importanza che assumono altri elementi interni (come i sistemi di controllo interno o i sistemi retributivi) ed esterni alle imprese (come la normativa economica, il funzionamento dei vari mercati in cui l'impresa opera, l'efficienza del mercato per il controllo societario, la cultura e le consuetudini che influenzano il comportamento delle persone).
- *Perché è importante adottare un approccio multidisciplinare?* Lo studio della corporate governance, per la varietà e la complessità dei temi che sottende, richiede la conoscenza e l'applicazione di modelli e strumenti sviluppati da varie discipline come la microeconomia, la teoria organizzativa, il diritto, la contabilità, la finanza, l'economia aziendale, la strategia, la sociologia e la scienza politica.