



UNIVERSITÀ di VERONA  
Facoltà di Economia

**PRICEWATERHOUSECOOPERS** 

**QUALITÀ E TRASPARENZA  
NELL'INFORMATIVA SOCIETARIA  
IL RUOLO DEGLI AMMINISTRATORI E DEL CFO**

Atti

**Corporate Governance Forum**

Verona, 19 aprile 2006

È vietata la riproduzione non autorizzata, anche parziale, neppure per uso interno o didattico, con qualsiasi mezzo effettuata.

© 2006 Corporate Governance Forum - Via Vittor Pisani 20 - 20124 Milano

## SOMMARIO

### INTRODUZIONE

**Antonio Taverna**

*PricewaterhouseCoopers*

pag. 5

### INTERVENTI

**Alessandro Lai**

*Professore ordinario di Economia aziendale, Università degli studi di Verona*

pag. 7

**Gian Pietro Leoni**

*Presidente AGSM Verona*

**Sandro Salvati**

*Amministratore delegato Toro Assicurazioni*

**Fabio Innocenzi**

*Amministratore delegato Banco Popolare di Verona e Novara*

**Giorgio Brunetti**

*Professore ordinario di Economia aziendale, Università Bocconi*

**Ranieri De Marchis**

*CFO UniCredit Group*

**Franco Ferrarini**

*Presidente di Banca Agrileasing*

**Dario Trevisan**

*Avvocato*

**Stefano D'Angelo**

*Avvocato*

**Luca Giacomelli**

*Direttore generale Serenissima SGR*

CONCLUSIONI pag. 61

**Antonio Taverna**

RELAZIONI pag. 64

**Marco Bongiovanni**

*Facoltà di Economia dell'Università di Modena e Reggio Emilia*

**Enzo Cardi**

*Professore ordinario di Diritto dell'Economia, Università degli studi  
Roma Tre*

GLI INCONTRI DEL CORPORATE GOVERNANCE FORUM pag. 71

## INTRODUZIONE

### **ANTONIO TAVERNA**

*PricewaterhouseCoopers*

Ringrazio il Magnifico Rettore, professor Alessandro Maz-zucco per il suo saluto e per l'ospitalità offertaci. Ringrazio inoltre il professor Nicola Sartor, preside della Facoltà di Economia e il professor Alessandro Lai che daranno un contributo al dibattito. Infine, un ringraziamento va a tutti Voi che avete accolto l'invito a portare una testimonianza.

Questa è la prima tavola rotonda che il Corporate Governance Forum organizza nell'anno 2006 a distanza di alcuni mesi dalla promulgazione della nuova legge sul risparmio.

Nel lungo periodo di gestazione della legge, il confronto parlamentare, i dibattiti accademici e quelli mediatici hanno sottolineato l'importanza del sistema di controllo interno e di alcuni ruoli aziendali per il buon funzionamento della *corporate governance*.

Il tema che viene proposto questa sera vuole approfondire questi aspetti ed in particolare le responsabilità che la legge assegna al «Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili», una figura che, al di là da alcune semplificazioni, assume i compiti che nella *corporate governance* internazionale competono al CFO.

Nei dibattiti degli ultimi due anni, anche in relazione al più volte proposto parallelismo fra le vicende Enron e Parmalat, è stato spesso indicato il *Sarbanes-Oxley Act* del 2002 come fonte di ispirazione per l'intervento legislativo. Il ruolo del CFO e il sistema di controllo interno hanno trovato in questo atto una nuova enfasi per la trasparenza e l'integrità delle attività sociali.

La differente cultura giuridica dei due paesi fa ritenere troppo semplicistico il parallelismo che potrebbe essere indotto dall'analogia delle funzioni aziendali.

Resta comunque importante una riflessione sul ruolo, sulle responsabilità che si assumono e sulle relazioni con gli altri soggetti della *governance* societaria.

Presentato il tema, chiedo ad Alessandro Lai di introdurre il dibattito portando il suo contributo di studioso della materia.



## INTERVENTI

### **ALESSANDRO LAI**

*Professore ordinario di Economia aziendale, Università degli studi di Verona.  
È autore dei paragrafi 1 e 2.*

### **RICCARDO STACCHEZZINI**

*Ricercatore di Economia aziendale presso l'Università degli studi di Verona.  
È autore del paragrafo 3.*

## **LE RELAZIONI TRA INFORMATIVA SOCIETARIA, CORPORATE GOVERNANCE E PERFORMANCE AZIENDALE**

### **1. L'informativa societaria tra contesto normativo e concezioni aziendali**

Il sussulto di iniziativa legislativa in tema di informativa societaria, che ha trovato suggello nelle norme sul *market abuse* e in quelle sulla cd *tutela del risparmio*, al di là del contenuto delle specifiche previsioni normative, induce ad un ripensamento profondo sul modo di essere (e di «*essere concepite*») delle imprese del nostro tempo, in particolare di quelle che si rivolgono al mercato per richiedere capitale di rischio.

La suggestione appare tanto più forte nel contesto culturale dell'Europa continentale, ove l'attenzione alle vicende d'impresa e ai suoi risultati è storicamente ed intimamente legata ad una visione in sé aperta a tutti gli *stakeholder*, anche quando la piccola impresa sembra essere espressione di un solo imprenditore individuale o della sua famiglia.

D'altra parte, la separazione secondo la quale la cultura anglosassone poneva attenzione verso le *performance* degli *stockholder*, distintamente (e prevalentemente) rispetto agli altri *stakeholder*, sembra subire alcune significative evoluzioni: queste due *direttrici di attenzione* (e i modelli culturali che ad esse sottostanno) vanno progressivamente – sebbene talora faticosamente – a convivere.

L'affiancamento presuppone peraltro, di per sé, una divergenza o, comunque, il permanere di una significativa differenza: ciò che nella visione dell'Europa continentale era in se stesso unitario (l'idea di impresa con la sua struttura e il suo comportamento, nonché – a priori – i suoi fini istituzionali) tenta altrove di recuperare tale unitarietà attraverso il ricongiungimento, *rectius*,

la congiunta considerazione di due pulsioni, fra le quali ci si aspetterebbero solo forze centripete.

Si hanno infatti due tensioni: quella verso le *performance* da una parte, e quella separata, distinta, differenziata, verso la *corporate social responsibility*. Entrambe sono suscettibili di produrre informative esterne, ma soprattutto entrambe sono suscettibili di orientare i comportamenti gestionali verso quei risultati e quelle direttrici che esse stesse tendono ad esprimere: la prima nella direzione del profitto o del valore per gli *stockholder*, la seconda verso la valenza istituzionale che l'impresa ha nel contesto sociale in cui opera e che dunque si trasfonde nella responsabilità verso gli *stakeholder* e, così, nel ricercato *consenso* di tutti questi.

Tali posizioni si affermano senza che peraltro alla seconda direttrice sia preclusa la possibilità di inglobare in sé anche la prima, se tendenzialmente olistica è la sua prospettiva. E senza che alla prima sia del pari preclusa la possibilità di essere ricondotta ad una visione olistica, se è vero che reddito e creazione di valore esprimono, prima ancora che il *quantum* atteso dagli *stockholder*, la sintesi di processi gestionali passati, presenti e futuri in cui l'impresa si rapporta con tutti gli *stakeholder*.

È difficile ad oggi prevedere se questi due modelli, tuttora divergenti, si riorientino o meno verso una loro possibile riunificazione: certo è comunque che l'informativa societaria riflette questo pluralismo, che accompagna naturalmente l'innalzamento del limite minimo necessario per garantire un atteso livello di trasparenza nei comportamenti societari.

Si usa il termine trasparenza e quello retrostante di affidabilità, in un crescendo di attese comportamentali riassunte nell'espressione *accountability*, ben comprendendo che assai complessa è la relazione esistente tra l'innalzamento del limite minimo di informativa e il raggiungimento di livelli di trasparenza coerenti con le attese dei soggetti cui l'informativa è destinata.

È sufficiente dare nuove regole da rispettare, nuove e complesse informazioni da diffondere, per migliorare la trasparenza e l'affidabilità del processo informativo? Ed è questo il percorso autenticamente corretto da parte del e dei *policymaker*, in un contesto sociale aduso a difendere le informazioni dai terzi più che a diffondere le stesse presso i terzi?

Questo contributo si propone di offrire alcuni spunti nella limitata prospettiva di chiarire le relazioni che si stabiliscono tra informativa societaria, *corporate governance* e risultati aziendali, avuto riguardo da un lato alle attese degli *stakeholder*, dall'altro al ruolo dei soggetti preposti ad indirizzare i processi gestionali.

## 2. L'informativa societaria tra corporate governance, consenso e creazione di valore

È possibile sintetizzare la correlazione tra l'informativa societaria e il sistema complessivo di *corporate governance*, sapendo che non c'è una relazione univoca tra l'una e l'altro, secondo quanto evidenziato nella Figura n. 1.

Fig. 1 – Le relazioni tra informativa societaria, *corporate governance*, consenso e creazione di valore



Da un lato l'informativa societaria fa *percepire* la qualità di una certa *governance*: è questo uno dei suoi obiettivi, cioè di far intendere il risultato di un complesso processo gestionale che vede nella *governance* il suo momento più alto e al contempo quello che orienta l'intero comportamento aziendale.

Ma c'è anche una relazione inversa: l'informativa societaria dipende dal sistema di *governance*, perché solo un processo di *governance* lineare e di qualità può consentire la produzione di informazioni che vedono riflessa in se stessa quella qualità.

C'è dunque un *loop* che si auto-alimenta: da un lato l'informativa societaria deve far percepire la *governance*, dall'altro il tipo di *governance* condiziona l'informativa.

Non si tratta a evidenza di un circolo vizioso, dunque chiuso in se stesso. Esso è infatti orientato dal finalismo intrinseco alla informativa e alla *governance* medesime, secondo le direzioni di cui si diceva nel precedente paragrafo: l'equilibrio delle componenti (informativa e *corporate governance*) trova infatti il suo riferimento nel *consenso* che l'impresa cerca fra tutti gli *stakeholder* e nella *creazione di valore* che l'impresa appronta in particolare per i portatori di interessi azionari (oltre naturalmente che per tutti gli *stakeholder*, secondo una visione che di nuovo non possiamo non riconoscere come olistica, sebbene come tale non sia sempre adeguatamente considerata).

Il rapporto tra *governance* e informativa va dunque considerato e definito nell'ottica della piena realizzazione del consenso e della creazione di valore, ben sapendo che, rispetto a tali obiettivi, l'informativa mette in luce i rischi di *business* e di *default*, mentre la *governance* incide con l'omonimo «rischio di *governance*», anche nel poter non consentire il pieno raggiungimento del finalismo aziendale.

Ed è proprio in relazione a tali considerazioni che si spiega la tendenza diffusa della attuale letteratura internazionale ad identificare e a misurare tale rischio di *governance*, anche con l'ausilio di supporti e di evidenze empiriche, invero non sempre del tutto convergenti. Si stanno in particolare affermando:

a) *quozienti di rischiosità specifica di impresa* (come ad esempio l'*ISS Corporate Governance Quotient*, il *GovernanceMetrics International rating*, il Sistema di Analisi Finanziaria e *Rating – SAFIR – della Consob*);

b) *indici di borsa che escludono le imprese con sistemi di governance ritenuti deboli* (come l'*FTSE ISS Corporate Governance Index Series*);

c) *report di società di «governance rating» a livello europeo o mondiale* (come ad esempio *Heidreick & Struggles – 2005 Study, Corporate Governance in Europe, What's the Outlook?*).

È facile riscontrare la sequenza logica esistente tra i tre ordini di indagine ovvero tra i diversi *set* di indicatori testé segnalati. Infatti:

a) I quozienti di rischiosità specifica dell'impresa «misurano» la qualità della *governance* in relazione a predefiniti parametri di osservazione. Ad esempio, l'*ISS Corporate Governance Quotient* utilizza il livello di remunerazione dei *directors execu-*

*tive* o non *executive*, l'eventuale possesso azionario dei *directors*, la struttura del capitale, la struttura e l'indipendenza del *board*, l'indipendenza e l'integrità del processo di *audit*. Alla luce delle evidenze empiriche osservate, si costruisce un *rating* di *governance* che può offrire l'occasione di confronto nel tempo e nello spazio.

b) Il passaggio successivo prevede di ricercare l'eventuale correlazione tra buona *governance* e buona *performance*.

L'ipotesi da verificare è se sia possibile affermare, avuto riguardo al comportamento di imprese quotate sui mercati regolamentati, se ad oggi, almeno secondo un'analisi *ex post*, una migliore *governance* si correla ad una migliore *performance*.

Al fine di cercare una risposta a tali quesiti, sono state compiute indagini correlando gli indicatori suddetti con indici di Borsa riferibili a vari paesi. La sorpresa è che non sempre, nelle analisi disponibili, si apprezza una differenza significativa di *performance* tra gli andamenti dei titoli di società che abbiano buona qualità di *governance* e quelle invece con scarsa qualità di *governance*, secondo un'analisi *ex post*.

Così emerge in particolare da un'indagine compiuta riguardo al *FTSE Iss Corporate Governance Index*, effettuata confrontando la serie storica dell'indice dal 1999 al 2004 relativo a tutte le società e quello relativo alle sole società con buona *governance*. L'analisi trova distinta conferma nelle serie storiche relative agli Stati Uniti, all'Europa e al Giappone.

È lecito domandarsi quali elementi trarre da tali indagini, ovvero se sia possibile o meno concludere che:

- 1) la qualità della *governance* incide limitatamente sulla *performance*;
- 2) la *performance* non è espressa soltanto dall'andamento dei titoli nei mercati regolamentati;
- 3) il mercato non sa (ancora) percepire e apprezzare il rischio di *governance*;
- 4) il rischio di *governance* va percepito e misurato in modo diverso rispetto agli indicatori oggi disponibili.

Si tratta ad evidenza di un problema assai aperto, rispetto al quale ci si deve attendere una crescita di consapevolezza. Lo stesso impulso normativo va verso questa direzione.

c) Sul terzo fronte sono significative le analisi comparative sulla qualità della *governance* nei vari sistemi-paese, come quelle effettuate da Heidrich & Struggles nel 2005.

Da tali analisi, condotte a livello europeo, si scopre che la posizione che il nostro paese sta ricoprendo in ordine agli indicatori di *governance* non è delle più felici: l'Italia appare essere in coda per qualità di *governance* e correlativamente anche per qualità di informativa.

Non solo la posizione dell'Italia appare come la peggiore, ma essa emerge da una media di valori, riferibili alle molte società esaminate per predisporre i dati di sintesi, in cui – quanto a *governance* – le migliori aziende italiane sono comunque peggiori delle migliori imprese degli altri paesi. Quanto alle peggiori imprese (sempre sotto il profilo della *governance*), solo in altri due paesi europei (il Belgio e la Svezia) si toccano livelli più bassi di quelli evidenziati in Italia.

Eppure le stesse analisi mettono in luce che, negli ultimi anni, la posizione dell'Italia è notevolmente migliorata. In realtà, è accaduto che l'Europa nel suo complesso sia cresciuta assai di più, per effetto di una crescita più forte di sensibilità in ordine a questi problemi.

Se il quadro che alcune evidenze empiriche (peraltro per ora del tutto parziali, come più oltre si vedrà nell'ultimo paragrafo di queste note, in cui si prospetta una rassegna ragionata di contributi in tema di relazioni fra *governance* e *performance*) mettono in luce è quello testé tratteggiato, ci si chiede se appaia sufficiente ed adeguata l'idea di migliorare l'informativa societaria sulla scorta della pura *compliance* a un ampliato sistema normativo.

Certamente, l'innalzamento del livello di informativa richiesta alle imprese è uno strumento che il legislatore anche europeo tende a promuovere e che determina una variazione dei «limiti» della detta informativa, rispetto alla necessaria riservatezza in ordine agli orientamenti strategici futuri o alle modalità di realizzazione degli stessi.

Da un punto di vista strettamente aziendale, mentre il limite massimo dell'informativa è appunto legato all'esigenza di riservatezza, quello minimo è ineludibilmente segnato dall'esigenza di trasparenza.

Appare dunque cruciale il ruolo degli amministratori nel governo di questi limiti: la qualità dell'informativa e l'affidabilità non dipendono soltanto dalla *compliance*, ma, per tutto quanto si è detto in questo paragrafo, sono legati a un ampio processo di *governance*.

L'*accountability*, in una dinamica aziendale compiuta, è il risultato non soltanto del rispetto di regole, di norme, ma è

un'attenzione forte che la struttura dovrebbe dare a se stessa nell'ottica della creazione del valore e del consenso (a seconda del modello di riferimento culturale nel quale ci poniamo), tenendo conto dei valori di base dell'impresa, e dunque degli interessi degli *stakeholder*.

L'ampliamento delle regole che un sistema normativo di informativa societaria può porre va dunque a toccare soltanto uno dei tre aspetti verso i quali ci si può muovere: quello della *compliance*.

Si tratta certamente di un passo importante, che non risolve però compiutamente da se solo né in modo soddisfacente il processo della relazione tra l'informativa societaria e la *governance*, se non si ha con chiarezza – da parte di chi governa dall'alto – una visione in cui un'autentica *governance integrata* (Busco, Frigo, Giovannoni, Riccaboni e Scapens, 2006) passa attraverso:

- certamente un sistema di *compliance*, e quindi di rispetto di norme informative ampliate dal legislatore;
- la percezione del significato della *performance* per tutti i membri della componente aziendale (da chi sta in basso fino al Consiglio di amministrazione);
- la diffusione di *cultura aziendale* nell'impresa e fuori di essa, fra gli *stakeholder*.

È lungo queste tre direzioni che si gioca il ruolo degli amministratori e del CFO, nella misura in cui questi soggetti non svolgano un compito limitato a enfatizzare uno dei tre aspetti suddetti, ma riescano a farsi carico di un processo integrato in cui non c'è soluzione di continuità tra *compliance*, attenzione forte ai risultati, cioè alla *performance*, e rispetto di un sapere maturato in un certo contesto aziendale, che va diffuso dal vertice alla base.

Forse, così, una rinnovata *corporate governance* può determinare processi nei quali la qualità percepita e la qualità effettiva dell'informativa societaria finalmente sono in sintonia.

### **3. «Literature review» in tema di effetti della corporate governance sulle performance aziendali**

3.1 Il vigore con il quale le tematiche di *corporate governance* attraggono l'attenzione degli studiosi e degli operatori aziendali e politici spinge a verificare quali siano gli effettivi riflessi

di tale «variabile» sulle *performance* economico-finanziarie d'impresa.

L'idea di fondo che sembra pervadere l'opinione pubblica e gli operatori specializzati è sintetizzabile nello slogan «*good corporate governance improves performance*».

La verifica sperimentale di tale idea – tanto latamente diffusa quanto lontana dall'aver trovato una risposta conclusiva – è qui proposta mediante una *literature review* modellata in relazione ai profili di indagine che la stessa letteratura tende più o meno esplicitamente a privilegiare. In particolare, i profili qui approfonditi sono quelli connessi a:

a) *l'istituzione di riferimento*, identificabile nell'*istituzione-unità aziendale* o, invece, nell'*istituzione-sistema finanziario e normativo proprio di ciascun paese*;

b) *la variabile aziendale oggetto di misurazione*, in relazione alla quale vengono selezionati *items di corporate governance* piuttosto che *indicatori di performance economico-finanziarie*.

3.1.1 Con riguardo al profilo *sub a)* (*istituzione di riferimento*), è possibile distinguere due tipologie di contributi.

Da un lato, si identificano quei contributi fondati sulla prospettiva aziendale. Pur non prescindendo dal contesto socio-ambientale in cui opera ciascuna singola impresa (o gruppo aziendale) oggetto di osservazione, si pone grande enfasi sui connotati distintivi della realtà aziendale stessa, percepita e osservata come un *unicum* rispetto alle altre aziende, anche se operanti nel medesimo settore o area di attività.

Dall'altro lato, è invece possibile riconoscere quei contributi che prestano maggiore attenzione al sistema socio-ambientale – e finanziario-giuridico *in primis* – in cui le imprese si trovano ad operare. Si tratta di una prospettiva di indagine volta a offrire un *focus* meno spinto, quando non totalmente assente, sulle specificità delle realtà aziendali oggetto di osservazione e che, invece, privilegia l'ottica dei soggetti investitori (azionisti di riferimento, investitori istituzionali, minoranze qualificate, minoranze non qualificate, etc.), identificati come operatori che compiono «semplicemente» scelte di investimento e di disinvestimento ma che sono (ritenuti) estranei alle scelte di governo delle realtà aziendali osservate.

3.1.2 Altre due tipologie di indagini sono qualificabili avendo riguardo al profilo *sub b)*, relativo alla *variabile aziendale* selezio-

nata nella misurazione della relazione fra *modello di governance e performance economico-finanziarie d'impresa*.

Da un lato, troviamo le indagini che si concentrano su *items* identificativi della conformazione istituzionale del sistema (aziendale o finanziario) assunto a riferimento dell'indagine.

Dall'altro lato, invece, ci sono quelle indagini che privilegiano la misurazione di indicatori economico-finanziari giudicati sintomatici dell'efficacia del sistema di *governance* oggetto di analisi.

La scelta tra uno o più variabili proprie delle due tipologie di indagine in parola rappresenta peraltro una scelta tra *second best*; tali variabili costituiscono infatti soltanto delle *proxy* impiegabili nella misurazione del legame *corporate governance-performance*. Tale legame andrebbe invece misurato attraverso l'identificazione di un *coefficiente* – immaginabile come un addendo, un multiplo, etc. – capace di esprimere «sinteticamente» l'impatto dell'assetto di *governance* sulle *performance* economico-finanziarie, isolando tale impatto da quello prodotto dalle altre «variabili» aziendali. È questo un traguardo che, ad oggi, le scienze sociali non hanno ancora raggiunto, proprio per l'impossibilità di simulare, secondo una modellistica propria delle scienze naturali, l'effetto del solo impatto di modificazioni nei sistemi di *corporate governance*<sup>1</sup>.

3.2 Così modellata, la *literature review* qui proposta consente di mettere in luce il *profilo del rischio governance* che, più o meno esplicitamente, ciascuna delle diverse tipologie di indagine privilegia nella spiegazione della relazione *corporate governance-performance* d'impresa.

In particolare, i caratteri del *rischio di governance* che si vanno a identificare e analizzare mediante la *literature review* sono quelli rintracciabili combinando i due suesposti profili di indagine, come si può osservare nella Figura 2 e come è descritto nei successivi § 3.2.1-3.2.4.

<sup>1</sup> Come si legge in Melis (2002, p. 170), «anche ammettendo di poter risolvere i problemi relativi alla misurazione del valore creato, occorrerebbe individuare [...] almeno due imprese «uguali», in modo da poter evidenziare, dal loro confronto, l'ammontare del valore creato tramite il sistema di corporate governance. È facile comprendere la difficoltà, per non dire la quasi impossibilità, circa l'esistenza di imprese con caratteristiche completamente uguali. Pertanto, a causa lo scarso grado di utilizzabilità di metodi di valutazione di tipo diretto, appare necessario analizzare le possibilità offerte dai metodi di valutazione che non misurano direttamente il grado di efficienza ed efficacia del sistema in questione, bensì procedono a tale valutazione per via indiretta».

Fig. 2 – Il profilo di rischio di *governance* privilegiato nell’analisi della relazione tra assetti di *corporate governance* e *performance* economico-finanziarie d’impresa: un modello interpretativo

	Variabile aziendale oggetto di misurazione	
	Items di corporate governance	Indicatori di performance economico-finanziarie
Singole unità aziendali	<i>Esposizione «formale» al rischio di governance aziendale</i>	<i>Percezione del rischio di governance aziendale da parte degli investitori</i>
Istituzione di riferimento	1	2
Sistema finanziario e framework normativo	3	4
	<i>Esposizione «formale» al rischio di governance tipico del sistema-paese</i>	<i>Percezione del rischio di governance tipico del sistema-paese da parte degli investitori</i>

### 3.2.1 *L'esposizione «formale» al rischio di governance aziendale*

3.2.1.1 Un tipo di indagine che sta trovando progressiva diffusione in ambito nazionale e internazionale è quella che si propone di «spiegare» gli effetti dell’assetto di *governance* sulle *performance* dell’impresa assumendo a riferimento dell’osservazione una o più unità aziendali (singole imprese o gruppi d’imprese) e procedendo alla misurazione di variabili tipiche dell’assetto di *corporate governance*.

Spesso tale indagine – qui riconducibile al quadrante 1 della Figura 2 – tende a riconoscere nel grado di *compliance* aziendale un indicatore di buon governo aziendale. Il grado di *compliance*, misurato in modo più o meno puntuale, con tecniche sofisticate o invece con approcci più semplicistici, è identificato verificando termini e modi secondo cui le unità aziendali oggetto di osservazione accolgono le indicazioni dei codici di *best practice* e pongo-

no in essere azioni e processi (giudicati) sintomatici di un sistema di *corporate governance* trasparente ed efficace.

In particolare, alcune ricerche, definite come *governance-ranking researches*, cercano di verificare l'esistenza di un legame tra le *performance* d'impresa e una o più variabili – identificate come «standard» – che *oggettivamente* misurano la qualità della *governance* aziendale<sup>2</sup>. Al riguardo si osserva che:

a) come si accennava, assai frequentemente tali «standard» fanno riferimento alle indicazioni dei codici di *best practice* (o codici di autoregolamentazione), nei quali si forniscono raccomandazioni in ordine alla struttura e ai meccanismi del sistema di *corporate governance* aziendale (come il Cadbury Report per il Regno Unito, il Codice Preda per l'Italia, etc.).

b) quando tali analisi sono sviluppate su un *unico* «standard» *esplicativo* dell'assetto di *corporate governance* aziendale, le stesse danno prevalentemente evidenza di una non significativa correlazione tra *corporate governance* e *performance* (Bhagat-Black, 1999 and 2002; Dalton *et al.*, 1998; Demsetz-Villalonga, 2001; Dulewicz-Herbert, 2003);

c) una correlazione più significativa è invece riscontrata quando tali analisi poggiano su una *pluralità di* «standard» *esplicativi* dell'assetto di *corporate governance* aziendale; al riguardo, una ricerca di Gompers *et al.* (2003), basata su un campione di 1.500 società americane, dà evidenza di una positiva correlazione tra la qualità della *corporate governance*, misurata in termini di *shareholders rights*, e le *performance* economico-finanziarie<sup>3</sup>. Ulteriori ricerche a supporto dell'esistenza di una correlazione positiva sono state sviluppate, tra gli altri, da Bebchuk *et al.* (2003 e 2004), *Governance Metrics International* (GMI) e *Institutional Shareholder Services* (ISS)<sup>4</sup>. Peraltro, indagini compiute

<sup>2</sup> Per un'analisi della capacità dei cd *corporate governance ratings* di ridurre l'asimmetria informativa tra l'impresa e gli investitori, si rinvia a Balling *et al.* (2005).

<sup>3</sup> «Using the incidence of 24 governance rules, we construct a «Governance Index» to proxy for the level of shareholder rights at about 1500 large firms during the 1990s. An investment strategy that bought firms in the lowest decile of the index (strongest rights) and sold firms in the highest decile of the index (weakest rights) would have earned abnormal returns of 8,5 per cent per year during the sample period. We find that firms with stronger shareholder rights had higher firm value, higher profits, higher sales growth, lower capital expenditures, and made fewer corporate acquisitions».

<sup>4</sup> Per una critica ai modelli che, come quelli proposti dal GMI e dall'ISS, fanno ricorso a un numero molto elevato di standard, in Sonnenfeld (2004,

da Deutsche Bank (2003, 2004a e 2004b) hanno fallito nel tentativo di dimostrare la relazione tra la qualità della *corporate governance* e alcuni tra i più diffusi indicatori di *performance* economico-finanziaria, quali P/E, P/CF e P/BV; in tale direzione si pone anche lo studio di Larcker *et al.* (2004), che, già dal titolo assai provocatorio («*Does Corporate Governance Really Matter?*»), dà evidenza di una limitata capacità esplicativa dei più diffusi indicatori di *corporate governance*<sup>5</sup>. Più «confortanti»

p. 108) si fa notare come «ISS and GMI look at public records to score firms on their governance effectiveness by using simplistic checklists of standards or metrics based heavily upon clichés and myths, rather than on genuine research».

Si legge inoltre in Bebchuk *et al.* (2005, p. 5): «While our investigation is limited to a subset of all governance provisions, our findings might have implications for those investigating sets of governance provisions other than the ones we analyze. In particular, our findings cast some doubt on the wisdom of an approach recently followed by shareholder advisory firms. Responding to the demand for measures of the quality of corporate governance, some shareholder advisory firms have developed and marketed indexes based on a massive number of governance attributes. Institutional Shareholder Services (ISS), the most influential shareholder advisory firm, has developed a governance metric based on 61 elements (see Brown and Caylor (2004)). Governance Metric International has been even more ambitious, including more than 600 provisions in its index. The development and use of these indexes has put pressure on firms to change their governance arrangements in ways that will improve their rankings. Our results indicate that this «kitchen sink» approach of shareholder advisory firms might not be best. Among a large set of governance provisions, the provisions of real significance are likely to constitute only a limited and possibly small subset. Pressuring firms to improve their index rankings could be counter-productive when the index gives weight to many innocuous or even beneficial provisions and correspondingly under-weight provisions that are in fact quite harmful to shareholders. And governance quality could well be measured more accurately by using a smaller index based on the provisions that do matter than by using a broader index that counts many provisions that do not in fact matter and only serve to introduce noise. Thus, investment decisions and governance improvements could be better served by an approach that seeks to identify and focus on key harmful provisions rather than attempt to count all the trees in the governance forest».

<sup>5</sup> Si osserva infatti a p. 4: «Our overall conclusion is that the structural indicators of corporate governance used in academic research and institutional rating services have very limited ability to explain managerial behaviour and organizational performance. These negative results imply either that corporate governance is of modest importance, or the available indicators of corporate governance are not especially useful».

Con particolare riferimento alla composizione del Consiglio di amministrazione, così si afferma in Bhagat-Black (2002, p. 233): «We find evidence that low-profitability firms respond to their business troubles by following conventional wisdom and increasing the proportion of independent directors on their boards. There is no evidence, however, that this strategy works. Firms with more independent boards (proxied by the fraction of independent direc-

appaiono i risultati raggiunti in Brown-Caylor (2004), in cui viene sviluppato un indicatore di *corporate governance* (denominato *Gov-Score* e fondato sui dati forniti dall'ISS e su un campione di 2.327 imprese) che rappresenta un tentativo di fornire indicazioni più precise di quelle riscontrabili con l'impiego del cd *G-Index* proposto nel già citato lavoro di Gompers *et al.* (2003)<sup>6</sup>;

d) anche quelle ricerche che tendono a dare conto della correlazione in parola attraverso l'impiego di una pluralità di standard denunciano come un *active ownership approach*, fatto proprio dagli azionisti di riferimento, possa costituire un fattore propulsivo ben più efficace di quanto non sia la conformità del sistema di *corporate governance* aziendale a tanti standard di riferimento, proprio per il rischio che la conformità si riveli tale soltanto sul piano formale;

e) infine, anche se un nutrito numero delle cd *governance-ranking researches* – avvalorate dalle cd *opinion-based researches*<sup>7</sup> – danno evidenza di una correlazione fra *corporate governance* e *performance* economico-finanziarie, è difficilmente dimostrabile un *principio di causalità* tra tali variabili (Hermes, 2005).

tors minus the fraction of inside directors) do not achieve improved profitability, and there are hints in our data that they perform worse than other firms. This evidence suggests that the conventional wisdom on the importance of board independence lacks empirical support. Board size also shows no consistent correlation with firm performance, though we find hints of the negative correlation found in other studies».

Similmente, si osserva in Van den Berghe-Levrau (2004, p. 461), «traditional» academic research focused on a limited number of quantifiable board characteristics, while practitioners attach greater importance to «soft» elements, which are nearly absent in the literature and in the governance ratings. These findings highlight the need for a better understanding of all elements that determine board effectiveness».

<sup>6</sup> Così si spiega nell'abstract di Brown-Caylor (2004): «G-Index is based on 24 governance factors provided by Investor Responsibility Research Centre. These factors are concentrated mostly in one ISS category, charter/bylaws, which we show is less highly associated with good performance than are any of the other seven categories we examine».

<sup>7</sup> In tale contesto, le cd *opinion-based researches* costituiscono indagini volte a verificare l'opinione degli investitori istituzionali in ordine alla disponibilità di pagare un premio aggiuntivo per investire in società con elevati livelli qualitativi di *corporate governance*. La *Global Investor Opinion Survey* realizzata da McKinsey (2002) propone la misurazione di tale premio, che risulta tanto più alto quanto più significativi sono i limiti del sistema normativo e finanziario di ciascun paese (ad un premio sul valore azionario dell'11% per le società canadesi si contrappone un premio del 41% per le società del Marocco; per le società italiane tale premio è pari al 16% del valore azionario).

3.2.1.2 Si comprende come indagini così sviluppate tendano a misurare, più o meno esplicitamente, il grado di *esposizione formale al rischio di governance*, qualificabile in relazione al *disallineamento* che l'unità aziendale manifesta rispetto a conformazioni di assetto istituzionale e politiche di *corporate governance* giudicate capaci di generare effetti positivi (o perlomeno non negativi) sulle *performance* economico-finanziarie.

Peraltro, queste ricerche «soffrono» dei limiti connessi al rischio di giudicare efficace *anche* il sistema di *corporate governance* di quelle imprese che *soltanto formalmente* sono *compliant* ai principi di fondo che orientano l'elaborazione delle prescrizioni normative e dei codici di *best practice*<sup>8</sup>.

In tal senso, se l'analisi aziendale posta in essere mira a verificare l'*effettivo* grado di rischio di *governance* cui risulta esposta una specifica impresa, la stessa analisi non può prescindere dal verificare il *reale* funzionamento del modello di *governance* aziendale con un'indagine *sul campo*<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Al riguardo, in un recente studio di Busco *et al.* (2006), si propone di superare il limite qui evidenziato affiancando all'analisi del profilo della *compliance* quelli del *knowledge management* e dell'*orientamento alle performance*, il tutto per misurare la *reale accountability* aziendale. A tal fine gli stessi autori elaborano una «integrated governance scorecard, as a tool assist senior executives in fulfilling their tasks and meeting their responsibilities in terms of governance and accountability».

<sup>9</sup> In proposito, alle pagine 1 e 2 del contributo di Arcot-Bruno (2006), si osserva che: «Academics and non-academics tend to quantify corporate governance by looking at various aspects of corporate governance like board characteristics, anti-takeover provisions, ownership structure, and the relate these to performance. The typical methodology quantifies adherence to certain provisions or the magnitude of some components. [...] However, recent empirical evidence [Core *et al.* (2001), Larker *et. al.* (2004) e Berglof-von Thadden (2000)] show that this approach does not completely capture all aspects of corporate governance and consequently its association with performance. One reason why establishing this link may prove empirically difficult could be that, in matters of corporate governance, one-size-does-not-fit-all. [...] In particular, when looking at various governance criteria. It may be realistic that in many cases deviating from a principle is optimal. In the end, a natural consequence of one-size-does-not-fit-all approach is multiple equilibria in company choices. The presence of diversity amongst companies has crucial implications for research in corporate governance. An index which identifies better governed companies by analysing adherence to governance provision(s) discards relevant information and imposes a one-size-fits-all framework on what is expected from companies. This aspect is further complicated by the existence of heterogeneous corporate structures, which are left unexplained by more standard models. [...] Our approach is based one the assumption that a firm that does not comply, but identifies specific circumstances justifying departure from best practice, is no less well-governed than a company which is

È peraltro apprezzabile che tali ricerche offrano gradi significativi di replicabilità in contesti d'analisi assai differenziati; le stesse, mettendo in chiara evidenza le variabili impiegate nella misurazione del grado di correlazione, si prestano a successivi affinamenti e alla possibilità di estensione del campione delle società osservate.

### 3.2.2 *La percezione del rischio di governance aziendale da parte degli investitori*

3.2.2.1 Un altro tipo di indagine sul tema in esame è quella che «spiega» gli effetti dell'assetto di *governance* sulle *performance* dell'impresa, da un lato, assumendo a riferimento dell'osservazione una o più imprese (o gruppi aziendali) e, dall'altro, procedendo alla misurazione di *performance* economico-finanziarie (v. quadrante 2 della Figura 2).

Il focus dell'analisi è quindi orientato «direttamente» sulle *performance* economico-finanziarie che l'unità aziendale oggetto di osservazione è in grado di raggiungere.

In particolare, le *performance* economico-finanziarie più diffusamente impiegate sono quelle «*performance* di valore» che forniscono indicazioni in ordine alla presenza di *benefici privati* derivanti dal potere che taluni soggetti detengono all'interno del sistema aziendale (soggetto di controllo, sottoscrittori di patti di sindacato, minoranze qualificate, ecc.). Nello specifico, ai fini della misurazione di tali *benefici privati*, si ricorre alla determinazione di:

a) il *premio per il diritto di voto*, basato sulla differenza tra il valore delle azioni ordinarie e il valore delle azioni senza diritto di voto (p.e., azioni di risparmio). Il valore assunto da tale differenza è giudicato inversamente proporzionale alla qualità del sistema di *corporate governance* oggetto di indagine (Macey, 1998; Zingales, 1994)<sup>10</sup>.

fully compliant. We find that a measure which accounts for different choices by companies of corporate governance is significantly associated with performance as against measures based on a mechanical approach, which are not».

<sup>10</sup> Così si legge in Zingales (1994): «I study the large premium (82 percent) attributed to voting shares on the Milan Stock Exchange. The premium varies according to the ownership structure and the concentration of the voting rights, and it can be rationalized in the presence of enormous private benefit of control. A case study seems to indicate that in Italy private benefits of control can easily be worth more than 60 percent of the value of nonvoting equity. A tentative explanation for these findings is provided».

b) il *premio per il controllo*, che sottende i benefici «privati» goduti dal soggetto di governo; il valore assunto da tale premio è identificato come inversamente proporzionale alla qualità della *corporate governance* aziendale; il valore assunto da tale premio tende infatti a crescere in relazione all'avvertita possibilità che il soggetto di controllo tragga benefici dalla sua posizione a scapito di altri portatori di interessi specifici, quali gli azionisti di minoranza (Cheng *et al.*, 2005)<sup>11</sup>;

Sulla stessa tematica, il paper di Linciano (2003) «tries to assess the impact of changes in Italian corporate law on private benefits during the twelve-year period 1989-2000. In this period, the Italian legislator introduced the mandatory bid rule (law 149/1992) and moved towards a higher protection of minority shareholders (through the legislative decree 58/1998). The paper focuses on these regulatory changes by analysing the evolution of the so-called voting premium, i.e. the price differential between voting and non-voting stocks, which might be regarded as a good proxy of private benefits of control. The analysis involves 80 publicly traded firms and supports the hypothesis that, along with the company's ownership structure, the liquidity and the fiscal treatment of non voting stocks as well as market factors (such as interest rates and traded volumes), the institutional framework matters. In particular, the estimation results show that the voting premium increased by about 2 percentage points after the introduction of the mandatory bid rule in 1992 and drop by about 7 percentage points following the enactment of the new corporate governance rules in 1998. The behaviour of voting and non-voting share prices during the period is thus consistent with the hypothesis that the expropriation of minority shareholders decreased after 1998».

<sup>11</sup> In ordine alle problematiche tecniche di misurazione del premio per il controllo, si rinvia a Barclay-Holderness (1989) e Guatri-Bini (2005). Un'evoluzione del modello sviluppato da Barclay-Holderness è proposta in Massari *et al.* (2006); in cui si osserva: «We discuss the simple model pioneered by Barclay and Holderness and recently repropoed by Dyck and Zingales in order to measure the value of control in countries, like Italy, where transfer of control is regulated by law. We demonstrate that it is possible to broaden the application of B&H approach to block trades followed by mandatory tender offers and we show the conditions under which we may obtain significant measures of private benefits also when voluntary tender offers are considered. In order to test for our theoretical predictions, we analyse the pricing of 27 control transactions involving the common stock of Italian listed corporations between 1993 and 2003. We find that block-transaction (tender) premium equals on average 8% of the firm's equity value in the case of pure block-trades, 9% in the case of block trades followed by a mandatory tender offer, while it increases to 18% in the case of voluntary tender offers. The results suggest that, in the case of block trades followed by a mandatory tender offer, the acquirer does not transfer a larger portion of its surplus. This doesn't take place in the case of voluntary tender offers, in which the raider's bargaining power collapses. Our estimate of the control premium is sensibly lower than that presented in previous studies based on similar methodologies, providing up-to-date evidence for control stake valuation purposes and for comparison with cross country studies aiming at assessing the quality of rules devoted to minority share-

c) lo *sconto di minoranza*, che identifica il minor valore dei pacchetti azionari di minoranza dovuto alla mancanza dei benefici propri del controllo. Al crescere della misura di tale sconto, la qualità della *corporate governance* – intesa in termini di tutela degli interessi di minoranza – tende a decrescere (McKinsey, 2002).

3.2.2.2 Le analisi sviluppate in base alle direttrici summenzionate consentono di verificare la *percezione del rischio di governance aziendale da parte degli investitori*, proprio perché la misura del premio per il diritto di voto, del premio per il controllo e dello sconto di minoranza sono giudicati espressivi della qualità del sistema di *corporate governance* e quindi della maggiore o minore rischiosità aziendale associata alla conformazione istituzionale dell'impresa.

Peraltro, tali analisi, definite «finanziarie», si fondano sulle seguenti ipotesi: a) la misura del valore dei benefici privati è un corretto indicatore della qualità del sistema di *corporate governance*; b) conseguentemente, su tali misure non si manifestano effetti distorsivi provocati da altre variabili. Proprio su tali ipotesi si annidano i limiti teorici ed operativi di un tipo di indagini che, se da un lato godono dei pregi di verificare non la *formale applicazione* dei codici di *best practice* bensì i *risultati* prodotti dall'assetto di *corporate governance*, dall'altro devono dare per scontato che il modello di analisi sia in grado di stimare gli effetti prodotti dalla conformazione di tale assetto e non, invece, da contingenti distorsioni del sistema finanziario, a loro volta provocate da livelli più o meno intensi e mutevoli di asimmetria informativa.

In tal senso, se l'analisi aziendale posta in essere mira a verificare l'*effettivo* grado di rischio di *governance* cui risulta esposta una specifica impresa, la stessa analisi non può prescindere dal verificare, con una osservazione *sul campo*, quali (eventuali) effetti distorsivi – provocati da eventi estranei alle prospettive di sviluppo della singola impresa e che interessano piuttosto l'intero sistema finanziario di uno specifico paese – hanno inciso sui valori assunti dagli indicatori di *performance* selezionati.

holders' protection. We also perform a cross-sectional regression analysis of private benefits of control and confirm some of the findings presented in the previous literature: particularly, we find evidence of a positive relation between the magnitude of private benefits of control and the target's degree of stock-pyramiding. We also find that foreign acquirers and financial investors seem likely to face greater difficulties in extracting private benefits of control».

### 3.2.3 *L'esposizione «formale» al rischio di governance tipico del contesto finanziario-giuridico di riferimento*

3.2.3.1 Una ulteriore tipologia di indagine è quella che propone una verifica della relazione *corporate governance-performance* ponendo attenzione a: *i)* il sistema finanziario e il *framework* normativo nell'ambito dei quali operano le unità aziendali oggetto di (indiretta) osservazione; *ii)* la misurazione di variabili qualificanti il modello di *corporate governance* tipico del sistema-paese di operatività di tali imprese (v. quadrante 3 della Figura 2).

Con prevalente riferimento all'ottica di osservazione di (ipotetici) soggetti investitori (ritenuti) in grado di investire sui mercati finanziari internazionali, tali ricerche si indirizzano verso: 1) la misurazione di variabili di *corporate governance* giudicate significative per l'identificazione dei modelli di *corporate governance* privilegiati in diversi sistemi-paese; 2) un eventuale<sup>12</sup> successivo confronto fra i modelli di *corporate governance* di differenti sistemi-paese.

In particolare, le ricerche che si collocano nel riquadro in esame sono quelle che:

*a)* fanno sintesi dei risultati delle analisi sviluppate secondo l'impostazione descritta nel precedente § 3.2.1.1 (v. anche quadrante 1 della Figura 2). In questa prospettiva si collocano le proposte di Déminer (con il *Corporate Governance Rating*), di Standard & Poor's (con il *Corporate Governance Score*) e di CLSA (con il *Corporate Governance Ranking*), in cui il focus è puntato verso il sistema normativo e finanziario di riferimento dei sistemi-paese oggetto di osservazione<sup>13</sup>;

*b)* propongono un *rating* dei sistemi di *corporate governance* di imprese appartenenti a diversi paesi, valutandone altresì l'evol-

<sup>12</sup> È questo «passaggio» che segna la distinzione tra le ricerche che propongono sistemi di rating per le imprese di un medesimo paese (p.e. *la Scorecard for German Corporate Governance*, *la Corporate Governance Risk Analyzer for Russia*, ecc.) e quelle che, invece, «coprono» più sistemi-paese (*Deminor Rating Service e CLSA Corporate Governance Ranking*). Per tale classificazione si veda Van den Berghe-Lebrau (2003, p. 75).

<sup>13</sup> In particolare, si legge in Van den Berghe-Lebrau (2003, p. 75-76), «Deminor Rating Service includes a Country Report which is an analysis of the legal environment and the corporate governance practices in a particular country. Standard & Poor's provides an assessment of the effectiveness of the legal, regulatory and informational infrastructure of a country based on four components, while CLSA rank markets by six macro corporate governance determinants mainly related to the regulatory and institutional environment».

luzione nel tempo. Un esempio in tal senso è costituito dal «rapporto» della società di consulenza internazionale Heidrick & Struggles (2005), in cui: *i*) si dà conto delle peculiarità istituzionali tipiche delle imprese di ciascuno dei paesi europei; *ii*) è proposta una classifica tra le imprese «tipiche» di ciascun paese in relazione al loro grado di *compliance* ad un certo modello di *governance*; *iii*) si analizza l'evoluzione intervenuta e si prefigurano i cambiamenti previsti<sup>14</sup>.

3.2.3.2 Indagini così delineate tendono a misurare, più o meno implicitamente, il grado di *esposizione «formale» delle imprese al rischio di governance di un sistema-paese*, qualificabile in relazione:

*a*) ai *particolari fattori di rischio* che alimentano la rischiosità delle imprese che operano in certi contesti normativi e che competono con altre imprese (anche) sui mercati finanziari ai quali «richiedono» capitali di rischio e di debito;

*b*) al *disallineamento* che le imprese di un sistema nazionale (o multi-nazionale – p.e. europeo, piuttosto che asiatico) manifestano rispetto ad un modello di *corporate governance* che la letteratura internazionale e gli operatori aziendali assumono, almeno *pro tempore*, come *benchmark* (p.e., sistema normativo anglosassone).

Va peraltro sottolineato che studi di questo tipo sottendono – senza dimostrarlo direttamente – un legame assai stretto tra la qualità del modello di *corporate governance* e la capacità dell'impresa di raggiungere adeguate *performance* economico-finanziarie esponendosi a minori rischi di *governance*, se è vero infatti che in relazione al raggiungimento di standard di *governance* al di sotto di quelli medi o di quelli identificati come *benchmark*, si accompagnano critiche non sempre velate per il ritardo con cui un paese procede ad adeguare la propria regolamentazione verso quella giudicata più adatta.

#### 3.2.4 *La percezione da parte degli investitori del rischio di governance tipico del contesto finanziario-giuridico di riferimento*

3.2.4.1 Si pongono infine in evidenza quelle ricerche che, privilegiando variabili di contesto del sistema finanziario e del *framework* normativo in cui operano le unità aziendali oggetto di

<sup>14</sup> Sullo stesso piano si pongono le analisi ricorrentemente sviluppate da Davis Global Advisors.

(indiretta) osservazione, propendono verso la misurazione di *performance* economico-finanziarie (v. quadrante 4 della Figura 2). In particolare:

a) molte di tali ricerche tendono a fare sintesi delle analisi condotte secondo l'impostazione descritta nel precedente § 3.2.2.1 (v. anche quadrante 2 della Figura 2);

b) relativamente ai *connotati generali* dei sistemi di *governance* aziendale, non mancano le analisi che, proprio a partire dai profili distintivi delle imprese che danno forma a diversi modelli di capitalismo (*i.e.* capitalismo manageriale di stampo anglosassone; capitalismo familiare italiano; capitalismo renano-nipponico di tipo partecipativo, ecc.) mostrano come questi ultimi contribuiscano ad alimentare o a rallentare il processo di creazione di valore, anche per effetto di un differenziato orientamento alle *performance* di breve periodo piuttosto che a quelle di medio-lungo termine (Guatri-Vicari, 1994; Donna, 1999);

c) con riguardo, invece, a *specifici profili di misurazione* della relazione in esame, un'analisi empirica svolta a livello internazionale (Nenova, 2000) mostra come il *premio per il diritto di voto* assuma un valore poco significativo nei paesi che vantano un elevato livello qualitativo della *corporate governance*, mentre nei paesi in cui la sensibilità alla *corporate governance* è limitata il premio per il diritto di voto incide molto significativamente sul valore di mercato delle azioni<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> In particolare, «this paper measures private benefits of control – the value that dominant vote-holders can extract from a controlled company to the detriment of other shareholders. The study is based on a sample of all listed dual-class firms in the 30 largest national capital markets in the world. Dual-class firms, *i.e.* corporations with two classes of shares that differ in their voting rights, are the only instance where the value of a vote is directly observable. Dual-class shares occur frequently in Brazil, Canada, Chile, Denmark, Finland, Germany, Italy, Mexico, Norway, South Africa, South Korea, Sweden, and Switzerland. A smaller proportion of listed firms have dual-class structure in Australia, France, Hong-Kong, the UK and the US. Dual-class firms are also allowed by law in India, Indonesia, Malaysia, Philippines, Spain, Taiwan, and Thailand. Differentiation in voting rights or in their pricing is forbidden by law in Belgium, China, Japan, the Netherlands, and Singapore. The sample covers 661 firms in eighteen countries, over 1997. [...] The benefits that controlling shareholders extract out of corporate control are significant in magnitude, and vary widely across countries. We estimate that a considerable number of countries exhibit alarmingly high control values. Control in Brazil, Chile, France, Italy, Mexico, and South Korea is valued at between a quarter and a half of company market capitalization. In Mexico, the stream of business profits of the average company is worth as much as the right to control that company. In other words,

3.2.4.2 Un'analisi di questo genere tende a verificare la *percezione, da parte degli investitori, del rischio di governance tipico del sistema-paese in cui operano le imprese oggetto di analisi*, proprio in relazione al fatto che le *performance* economico-finanziarie sono giudicate sintomatiche *anche* della rischiosità insita nel modello di *corporate governance* prevalentemente privilegiato dalle imprese che operano in un certo contesto normativo e finanziario.

Le ricerche succitate, se da un lato sono assai utili per esprimere un giudizio sulla rischiosità «tipica» o «media» delle imprese che operano in un certo contesto ambientale, dall'altro lato non possono che «appiattare» le tipicità istituzionali che ciascuna impresa manifesta in modo relativamente indipendente dal contesto istituzionale (sistema finanziario e *framework* normativo) in cui opera.

Infatti, l'intensità della percezione di tale profilo di rischio risulta difficilmente misurabile con un grado soddisfacente di precisione, dato che le grandezze prese a riferimento nell'analisi sono *naturalmente* influenzate anche da caratteri aziendali che: *a)* possono essere anche significativamente difformi dall'articolazione «tipica» dell'assetto istituzionale delle imprese che operano in un certo sistema-paese; *b)* non sono identificativi della conformazione istituzionale quanto piuttosto di altre «dimensioni» del sistema d'impresa (profilo competitivo, dimensione sociale e assetto economico-finanziario d'impresa).

### 3.3 Considerazioni di sintesi

3.3.1 Ad evidenza, gli studi qui richiamati costituiscono soltanto una limitata selezione delle molte ricerche esistenti sul tema del legame *corporate governance-performance*.

Mexican controlling shareholders, mostly founding families or descendants, expropriate one half of the value of the company, sharing the remaining half with minority shareholders in proportion to share holdings. The private benefits in Scandinavian and English-speaking countries are dwarfed in comparison. They are on average below 4% for Canada, Denmark, Hong Kong, Sweden, and the US, and below 10% for Finland, Norway, South Africa, and the UK. Germanic countries such as Switzerland and Germany exhibit vote values of around 10-15%. The legal framework plays an important role in determining the magnitude of total firm value that controlling shareholders are able to reserve for themselves. Countries with a legal environment that provides more strict protection for investors, as well as tougher enforcement, permit lower private benefits. To illustrate, average (unadjusted) private benefits are 4,5% and 0,5% in Common Law countries and Scandinavian Civil Law countries, respectively, versus 25,4% and 16,2% in French and German legal origin countries, respectively».

Ci si trova di fronte a una varietà di *approcci* e di *posizioni*, a riprova del fatto che, al variare del momento o del contesto in cui viene realizzata l'osservazione, possono perfezionarsi riscontri significativamente difforni.

Si assiste inoltre al *fiorire di nuovi modelli d'impresa*, i quali, per lo più fondati su sistemi reticolari di organizzazione del lavoro, rendono assai complesso il processo di analisi del sistema di *corporate governance* aziendale e di assegnazione allo stesso di un giudizio di *accountability*<sup>16</sup>.

L'idea sintetizzata nello slogan richiamato più sopra – «*good corporate governance improves performance*» – sembra quindi richiedere ulteriori accertamenti, se non altro per la sorpresa suscitata da quegli studi che forniscono evidenza empirica di una mancata o comunque limitata correlazione tra *corporate governance* e *performance* aziendali.

3.3.2 Nel frattempo si inizia a comprendere come non sia realistico e nemmeno desiderabile un approccio di analisi del tipo «*one-size-fits-all*»<sup>17</sup>, volto a esprimere un giudizio sul sistema di *corporate governance* aziendale in relazione e rispetto ad un *unico* modello di riferimento. Sembra invece che possa consi-

<sup>16</sup> Tale tendenza è identificativa di una mancata convergenza tra i modelli di *governance* aziendale sia a livello di singolo paese, sia tra diversi paesi, sebbene non manchino ricerche che, per esempio, danno conto di una tendenziale uniformità nelle pratiche di *governance* e di disclosure aziendale tra imprese «anglosassoni» e imprese «non anglosassoni». Nel *paper* di Fogarty *et al.* (2006) così si argomenta: «the disclosure realized in the two legal traditions [civil law traditions and common law traditions] should become more similar over time. This may be result of the diffusion of certain core ideas about corporate governance. A degree of isomorphism may exist such that governance practices become more similar. [...] Our results indicate that there are still significant differences in disclosure characteristics across regimes. Firms situated in common law firms have more disclosures when it comes to a variety of governance functions, namely the activities of the board and the composition of various board sub-committees. However, our data indicates that disclosure practices have been both evolving and converging, for both common and civil law firms, toward more disclosures regarding governance matters».

<sup>17</sup> L'espressione «*one-size-fits-all*» è mutuata da Arcot-Bruno (2006), dove si dimostra come un approccio fondato sulla formale adesione alle indicazioni dei codici di *best practice* non possa essere assunto a riferimento ai fini di un equilibrato giudizio sull'effettiva qualità della *corporate governance* aziendale; è invece considerato preferibile un approccio che analizza le specifiche scelte delle imprese in tema di *corporate governance*, verificando se la mancata conformità alle indicazioni dei codici di *best practice* sia giustificabile alla luce di una più idonea governabilità aziendale.

derarsi assai più proficuo – e in tal senso non mancano le prime proposte da parte della letteratura<sup>18</sup> – un approccio di analisi capace di dare congiuntamente rilievo a tre *livelli* in relazione ai quali è possibile indagare i modelli di *corporate governance*, cioè: 1) il livello *internazionale* al quale si fa riferimento per cogliere, con una visione di ampio raggio, quelle che sono le tendenze più diffuse e quelle più auspicabili in tema di *corporate governance*; 2) il livello *nazionale*, al fine di qualificare le variabili tipiche di contesto in cui l'impresa oggetto di indagine si trova ad operare; 3) il livello della *singola realtà aziendale* osservata, così da dare rilievo alle specificità istituzionali e di altra natura della stessa.

È questo probabilmente un *percorso di ricerca* pressoché obbligato se gli studiosi e la prassi aziendale desiderano spingersi con crescente autorevolezza ed opportuna accuratezza verso l'identificazione di un indicatore strumentale alla misurazione del «reale» *rischio di governance* proprio di una singola realtà aziendale e di un sistema nazionale o multi-nazionale.

### *Riferimenti bibliografici*

- S.R. Arcot, V.G. Bruno (2006), *One Size Does Not Fit All, After All: Evidence from Corporate Governance*, Paper, May.
- S.R. Arcot, V.G. Bruno (2006), *In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK*, Paper, May.
- M. Balling, C. Holm, T. Poulsen (2005), *Corporate governance ratings as a means to reduce asymmetric information*, Working Paper – Financial Reporting Research Group, April.
- M. Barclay, C.G. Holderness (1989), *Private benefits from control of corporations*, in «Journal of Financial Economics», 25.
- E. Barucci, J. Falini (2005), *Determinants of Corporate Governance in the Italian Financial Market*, Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, vol. 34, n. 3.
- L.A. Bebchuk, J.C. Coates IV, G. Subramanian (2003), *The Power of Takeover Defenses*, Working Paper – Harvard Law School and NBER.
- L.A. Bebchuk, A. Cohen (2004), *The Costs of Entrenched Boards*, NBER Discussion Paper.
- L.A. Bebchuk, A. Cohen, A. Ferrell (2005), *What Matters in Corporate Governance?*, Discussion Paper n. 491 – Harvard Law School.
- S. Bhagat, B. Black (1999), *The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance*, Business Lawyer, vol. 54.

<sup>18</sup> Si veda, in tal senso, Van den Berghe-Lebrau (2003).

- S. Bhagat, B. Black (2002), *The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, in «The Journal of Corporate Law», vol. 27.
- B.S. Black, H. Jang, W. Kim (2003), *Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea*, Paper, February.
- S. Bozzolan (2005), *Trasparenza informativa e mercato finanziario. Modelli e comportamenti di comunicazione volontaria*, McGraw Hill, Milano.
- L.D. Brown, M.L. Caylor (2004), *Corporate Governance and Firm Performance*, Paper, December.
- C. Busco, M. Frigo, E. Giovannoni, A. Riccaboni, R. Scapens (2006), *Beyond compliance: an integrated governance framework*, The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, February.
- L. Caprio, E. Croci (2006), *The Determinants of the Voting Premium in Italy: the Evidence from 1974 to 2003*, Working Paper.
- S. Cheng, V. Nagar, M.V. Rajan (2005), *Identifying Control Motives in Managerial Ownership: Evidence from Antitakeover Legislation*, in «Review of Financial Studies», vol. 18, n. 2, Summer.
- D.R. Dalton, C.M. Daily, A.E. Ellstrand, J.L. Johnson (1998), *Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance*, Strategic Management Journal, vol. 19, n. 3.
- Davis Global Advisors (2001), *Leading Corporate Governance Indicators™ 2001: Colombia Survey*, DGA, Newton.
- Davis Global Advisors (2002), *Leading Corporate Governance Indicators™ 2002*, DGA, Newton.
- Demsetz-Villalonga (2001), *Ownership Structure and Corporate Performance*, in «Journal of Corporate Finance», vol. 7.
- Deutsche Bank (2003), *Global Corporate Governance Research – Beyond the Numbers – Corporate Governance: Unveiling the S&P 500*, August.
- Deutsche Bank (2004a), *Global Corporate Governance Research – Beyond the Numbers – Corporate Governance in UK*, February.
- Deutsche Bank (2004b), *Global Corporate Governance Research – Beyond the Numbers – Corporate Governance in South Africa*, October.
- P. Di Toma (2005), *Assetti di governo e comunicazione economica delle imprese*, Cedam, Padova.
- G. Donna (1999), *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Roma.
- V. Dulewicz, P. J. A. Herbert (2003), *Links between the performance of boards of UK Public companies & their performance*, 6th International Conference on Board Leadership and Strategic Direction. Henley Management College.
- R.F. Felton, A. Hudnut, J. van Heeckeren (1996), *Putting value on corporate governance*, The McKinsey Quarterly, n. 4.
- G. Fiori, R. Tiscini (2005), *Corporate Governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa aziendale*, Franco Angeli, Milano.

- T. Fogarty, G. Markarian, A. Parbonetti (2006), *It's a small world after all: the disclosure practices across legal regimes over time*, Working Paper 14, DSE, Università di Padova.
- FTSE, ISS (2004), *Manage Corporate Governance Risk With Confidence*, The FTSE ISS Corporate Governance Index Series.
- P.A. Gompers, J.L. Ishii, A. Metrick (2003), *Corporate Governance and Equity Prices*, MIT Press, vol. 118(1), February.
- Governance Metrics International (2003), *Summary of Global Research Performance Analysis*, September.
- Governance Metrics International (2004), *GMI Governance and Performance Analysis*, March.
- L. Guatri, M. Bini (2005), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore – Egea, Milano.
- L. Guatri, S. Vicari (1994), *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto. Creazione di valore in diversi contesti*, Egea, Milano.
- Heidrick & Struggles (2005), *Corporate governance in Europe: what's the outlook?*, 2005 Study, Heidrick & Struggles International.
- Hermes (2005), *Corporate Governance and Performance*, Hermes Pensions Management Limited, London.
- ISS (2005), *2005 Postseason Report – Corporate Governance at a Crossroads*, ISS, Rockville.
- R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny (1999), *Investor Protection and Corporate Governance*, June.
- D.F. Larcker, S.A. Richardson, I. Tuna (2004), *Does Corporate Governance Really Matter?*, Paper, June.
- N. Linciano (2003), *Non-Voting Shares and the Value of Control: The Impact of Corporate Regulation in Italy*, EFA 2003 Annual Conference Paper no. 400, EFMA 2003 Helinski Meetings.
- J.R. Macey (1998), *Measuring the Effectiveness of Different Corporate Governance System: Toward a More Scientific Approach*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 63, n. 2.
- M. Massari, V. Monge, L. Zanetti (2006), *Control Premium in Legally Constrained Markets for Corporate Control: The Italian Case (1993-2003)*, in «Journal of Management and Governance», vol. 10, n. 1, March.
- McKinsey (2002), *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*, McKinsey & Company, July.
- A. Melis (2002), *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano.
- T. Nenova (2000), *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis*, Paper, September.
- OECD (2004), *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris.
- G. Owen, T. Kirchmaier, J. Grant (2006), *Corporate Governance in the US and Europe. Where Are We Now?*, Palgrave Macmillan, New York.
- J.C. Shaw (2003), *Corporate Governance & Risk: A Systems Approach*, Wiley, Hoboken.
- A. Shleifer, R.W. Vishny (1997), *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, vol. LII, n. 2, June.

- J. Sonnenfeld (2004), *Good governance and the misleading myths of bad metrics*, Academy of Management Executive, vol. 18, n. 1.
- R. Trequattrini, *Economia aziendale e nuovi processi di corporate governance: esperienze a confronto*, Giappichelli, Torino, 1999.
- L.A.A. Van den Berghe, L. De Ridder (1999), *International Standardisation of Good Corporate Governance*, Kluwer Academic Publishers.
- L.A.A. Van den Berghe, A. Levrau (2003), *Measuring the Quality of Corporate Governance: In Search of a Tailormade Approach?*, in «Journal of General Management», vol. 28, n. 3, Spring.
- L.A.A. Van den Berghe, A. Levrau (2004), *Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board?*, in *Corporate Governance: An International Review*, vol. 12, n. 4, October.
- L. Zingales (1994), *The Value of the Voting Right: a Study of the Milan Stock Exchange Experience*, Review of Financial Studies, vol. 7, n. 1.
- L. Zingales (1997), *Corporate Governance*, Working Paper, National Bureau Economic Research.

## GIAN PIETRO LEONI

Presidente AGSM Verona

Riguardo all'informazione a favore dei terzi (*stakeholder* e altri) ritengo che un minimo di informativa e quindi di trasparenza debba essere mantenuta. Il *Quarterly Report* è un rapporto importante che permette agli azionisti e ai terzi di essere consapevoli della situazione aziendale su base periodica; poi gli analisti hanno fatto sorgere la «quarterly sindrome» in base alla quale il trimestre corrente deve essere migliore di quello precedente e dello stesso trimestre dell'anno prima. In definitiva, ogni trimestre deve presentare *performance* record. Si tratta di una degenerazione del sistema che non inficia la validità del *report* ai fini informativi.

Io credo che l'informazione debba essere data completa: la trasparenza nell'informazione consente infatti la partecipazione e la consapevolezza non solo da parte dei pochi azionisti di riferimento o di quelli che fanno parte del Consiglio di amministrazione, ma anche da parte degli azionisti di minoranza, dei piccoli e medi investitori che hanno dato fiducia al management investendo i loro risparmi nell'azienda da loro governata. È legittimo anche per costoro essere al corrente di come l'azienda è gestita, se si crea valore, se gli obiettivi sono realizzati, se ci si assume la responsabilità sociale d'impresa.

Per quanto riguarda poi la quotazione in Borsa, l'andamento delle quotazioni è a mio avviso basato maggiormente sulle *performance* economico-finanziarie che su altri parametri, almeno fino al momento in cui c'è un'informazione ricca, trasparente. Tutti i *rating* sono buoni, ma se non si remunera il capitale, se non si performa adeguatamente, le quotazioni scendono. Poi ci sono gli andamenti ciclici che possono interferire. Sono quindi d'accordo con Salvati quando dice che non c'è corrispondenza tra quotazioni ed entità dell'informazione.

Una cosa che desidero sottoporre alla vostra attenzione è una riflessione sulla cultura relativa alla *corporate governance*, all'informazione e alla trasparenza. Credo si debba ragionare non solo in termini di società quotate (sono meno di trecento), ma anche di società che rappresentano delle realtà importanti in ambito economico e industriale italiano, che non sono quotate e che sono gestite al di là e al di fuori di certe regole precise. Se vogliamo creare cultura non dobbiamo pensare solo a creare cultura all'interno dell'azienda, dobbiamo creare cultura anche nei confronti degli azionisti.

Nelle mie esperienze variegata – multinazionali che operano in Italia, società quotate in Borsa in Italia e società *multiutility* il cui azionariato è costituito da enti locali – ho rilevato situazioni diverse. I Consigli di amministrazione delle filiali delle società multinazionali operanti sul territorio nazionale discendono dall'organizzazione interna, poche volte ci sono degli esterni, in genere ci sono uno o due rappresentanti dell'azionista *corporate*. Il Consiglio di amministrazione si completa con la partecipazione dei managers responsabili delle funzioni aziendali.

Quindi, preponderanza di elementi interni all'organizzazione aziendale e facile allineamento alle politiche ed alle determinazioni della capogruppo.

A livello di *corporate* avevo raccolto una posizione molto critica del *Chief Executive* rispetto al funzionamento del *main board*. Il Consiglio era a maggioranza di membri esterni indipendenti ed a minoranza di top manager interni e il *Chief Executive* diceva che la capacità degli esterni di entrare nel merito delle decisioni e delle delibere era molto limitata: gli esterni facevano perdere tempo e non davano valore aggiunto.

Riguardo alle società a preminente capitale pubblico occorre fare un'azione di acculturamento verso l'azionista. Faccio un esempio: molti funzionari dell'ente pubblico pensano che le società partecipate siano la *longa manus* del Comune. Non si riesce a far loro capire che esistono responsabilità e regole precise, che si tratta di società per azioni soggette al controllo della Corte dei conti in quanto a partecipazione pubblica, soggetta al diritto civile, al diritto societario italiano e come tale va gestita nell'interesse dell'azionista e degli altri *stakeholder*.

L'altro problema importante è quello relativo alla qualità del *board*. I miei consiglieri si sentono più rappresentanti dei loro mandanti politici, i cui interessi devono preservare e difendere, che membri di un organo collegiale il cui ruolo è quello di gestire l'azienda al meglio, di realizzarne gli obiettivi strategici e creare valore.

Un punto infine di cui desidero parlare è quello relativo alla funzione del *Chief Financial Officer*. Anche nelle aziende più complesse un punto di responsabilità bisogna trovarlo. Sono certamente d'accordo che il *Chief Financial Officer* di una società complessa è l'apice di un lavoro svolto da un numero non trascurabile di collaboratori, però ci deve essere la responsabilità di qualcuno che certifichi i numeri. E se il *Chief Financial Officer* ha la funzione di garantire che gli *assets* aziendali siano correttamente riportati in bilancio e che non ci sono perdite latenti nel

bilancio aziendale, se deve avere funzioni di indirizzo riguardo alle politiche di bilancio, alle analisi e alle valutazioni contabili e operative, allora si tratta di un manager apicale che di solito fa parte del Consiglio di amministrazione e che deve quindi garantire la propria funzione sottoscrivendo i rapporti finanziari e quant'altro. Altrimenti chi firma i bilanci?

## **SANDRO SALVATI**

*Amministratore delegato Toro Assicurazioni*

Condivido totalmente l'importanza della diffusione di una forte cultura delle regole all'interno dell'impresa.

Quello a cui assistiamo, però, pare far emergere un'altra tendenza, vale a dire la pulsione a creare ruoli, all'interno delle imprese, su cui far gravare la responsabilità di controlli sui controlli e della *compliance*. Ad esempio qualcuno, in applicazione della nuova legge sul risparmio, si spinge a ipotizzare la creazione di un ruolo apposito, che dichiara che quel che firmano CEO e CFO è in regola con norme e procedure varie. Dopo Collegio sindacale e revisori. In molte aziende si è già introdotta la figura del CRO (*Chief Risk Officer*).

Sono chiari gli obiettivi di analisi e controllo sulla gestione. Ma questa via mi sembra antitetica alla diffusione di una cultura vera e profonda che permei sempre di più tutti i livelli manageriali.

Un altro aspetto che appare dalla legge è il proliferare di norme per prevenire cattive gestioni e irregolarità varie, a baluardo di un mercato sano e trasparente e a difesa del risparmiatore.

Obiettivi imprescindibili e di basilare importanza. Ma Montesquieu ha scritto: «Le norme inutili indeboliscono quelle necessarie».

La *Sarbanes Oxley* è una reazione dura e restrittiva ai noti e drammatici episodi di cattiva gestione.

Mi sembra però utile ricordare che una ricerca di un'università americana stima che, a livello di sistema globale, occorre che la «SOX» impedisca 20 anni di truffe per andare a *break even*, dati i costi che impone alle aziende.

È legittimo riflettere se per caso non stiamo cercando di contrastare una «società del rischio» con una «società dei costi e dei controlli».

In Italia la situazione non pare più semplice. Insieme ad altri osservatori, subito dopo gli scandali avvenuti nel nostro paese, ho invocato che arrivassero subito poche norme, forti e dure. La

legge sul risparmio, notoriamente, è arrivata dopo parecchi ritardi, con molte norme e di complessa applicazione: ad oggi, mancano ancora molti regolamenti di esecuzione.

In conclusione, su questo punto mi pare pragmatico chiederci se per difendere valori e principi basilari per il nostro sistema di mercato, non stiamo generando un meccanismo costoso e complesso e per di più inefficace nella sua stessa volontà di prevenzione. Infatti, un secondo punto sul quale vorrei richiamare l'attenzione è quello della informativa *versus* responsabilità.

In altre parole, mi pare che vi sia una spinta a far aumentare sempre più per i Consigli di amministrazione gli obblighi di informativa e la presa in carico di responsabilità. Tutto giusto sul piano teorico. Ma in termini pratici? Un solo esempio: norme obbligano a far approvare dal CdA operazioni finanziarie che implicino l'uso di derivati. Intuibile e giusta la motivazione, data la specifica natura di questi prodotti.

Ma che valore aggiunto c'è in questa procedura, quando parliamo di operazioni di grandissima tecnicità finanziaria, la cui analisi è materia per iniziati? Non sarebbe più efficace responsabilizzare poche persone ai livelli manageriali appropriati e, poi, colpire con pene severe eventuali mancanze?

In conclusione, trasparenza e correttezza sono valori in sé, dato che il mercato, diceva Hayek, è nient'altro che una fitta e pervasiva rete di informazioni. Le norme sono necessarie, ma sono i comportamenti a determinare cos'è un'azienda sul mercato. E i comportamenti dipendono dalla creazione e dal consolidamento, dentro l'impresa, di una cultura diffusa a tutela dei valori e delle regole di cui stiamo discutendo in questa tavola rotonda.

## **GIAN PIETRO LEONI**

Mentre Salvati parlava di deresponsabilizzazione, riflettevo sulle procedure di gara, obbligatorie per legge, che nelle aziende pubbliche devono essere attivate per acquisizioni di beni e servizi per valori superiori a livelli di spesa stabiliti.

Noto che la lettura della legge e il relativo timore di assumersi le responsabilità del ruolo inducono i funzionari a curare in modo parossistico le formalità previste dalla legge, trascurando valutazioni di merito e convenienza dell'operazione. Ci si preoccupa di coprirsi e di non essere attaccabili in futuro per le decisioni prese. Se poi si spende di più di quanto si sarebbe potuto ottenere con trattativa privata, a nessuno importa.

## FABIO INNOCENZI

*Amministratore delegato Banco Popolare di Verona e Novara*

Scrivono Antonio Taverna che una buona *corporate governance* è una premessa per la creazione di valore degli azionisti. Il professor Lai invece ha presentato dei numeri che evidenzerebbero il contrario perché non emerge alcuna correlazione positiva tra la buona *corporate governance* e la creazione di valore tra gli azionisti.

Temo che i dati evidenzino una situazione reale. Io credo molto nella *governance* e moltissimo nell'informativa. Vedo però che è molto difficile avere un premio sul mercato rispetto a chi nella *governance* in generale, nell'informativa in particolare, crede e investe molto meno. È difficile avere un premio; qualche volta si rischia addirittura di avere uno svantaggio perché un certo tipo di *governance* e l'informativa collegata costano tantissimo. Seguire infatti le regole di *best practice* in termini di *governance* e di comunicazione interna ed esterna ha costi vivi rilevanti. Chi non lo fa ha dei costi decisamente minori.

A proposito poi dei consiglieri di amministrazione, penso che essi si debbano occupare molto di strategie e poco di operatività spicciola. Mi trovo invece spesso di fronte a consiglieri non esecutivi che sulle strategie tendono ad utilizzare un approccio di buon senso privo di approfondimenti da specialista del settore, mentre sulle cose spicciolate portano un valore aggiunto che deriva da esperienze dirette in alcuni settori. L'esempio tipico è sulle transazioni immobiliari.

Questo conflitto esiste in Italia, così come in America.

Ho fatto per tre anni l'amministratore delegato in paesi di cultura anglosassone dove si assiste agli stessi comportamenti: l'amministratore indipendente sulla scelta strategica si fa convincere e dà fiducia al management, sugli aspetti tecnici, invece, appassionato di quel particolare tema, dà un valore aggiunto specifico.

In tema di *governance* è necessario stabilire dei precisi punti di riferimento altrimenti si rischia di fare un passo indietro, sostenendo che l'informativa non sia importante, o, ancor più, non lo sia una corretta *governance*. I punti fermi devono essere due: le regole e il mercato. Le regole devono essere poche, chiare e severe. La moltiplicazione delle regole significa moltiplicazione dei costi, aumento della probabilità del non rispetto di alcune regole e mancanza di sanzione nel momento in cui tali regole non vengono rispettate.

Per la cultura di mercato, rispetto del mercato vuol dire, in ultima battuta, crescita dell'economia. Faccio un esempio: se il

numero delle società quotate fosse troppo basso perché sono troppo elevati i costi obbligatori di comunicazione, si farebbe qualcosa che apparentemente è in favore della trasparenza, ma in realtà è a danno del mercato. La cultura di mercato è un elemento fondamentale. Dobbiamo fare passi in avanti.

Anziché pensare a come ottimizzare la nostra *governance* alla luce delle caratteristiche delle aziende e della società italiana con l'obiettivo di aumentare la dimensione e lo spessore del mercato, ci limitiamo invece a proporre modelli che importiamo dall'estero e che rischiano di ritardare lo sviluppo dello stesso.

### **GIORGIO BRUNETTI**

*Professore ordinario di Economia aziendale, Università Bocconi*

La funzione di indirizzo e di controllo che possono svolgere i CdA delle nostre imprese dipende dalla struttura dei Consigli, dalle qualità delle persone e dai processi che si innescano tra amministratori, sindaci e management. Mi riferisco a società aperte, quotate in Borsa, poiché per le altre, per quelle chiuse (e sono la stragrande maggioranza) siamo, se non ai primi passi, in ogni modo in ritardo nell'applicazione di una vera ed efficace *governance*. Non tutte le società chiuse si avvalgono di amministratori indipendenti, ricorrono a frequenti riunioni del CdA, in altre parole dispongono di consigli di amministrazione che funzionano bene, con efficacia. Sono molto ben rappresentati i «famigli», quelli che accompagnano da sempre la famiglia e l'azienda, svolgendo un ruolo fiduciario della proprietà.

Qualcosa sta cambiando per il clima generale che in questi tempi si respira, per le dinamiche famigliari (passaggi generazionali) e per una cultura d'impresa più pervasiva. Non va trascurato l'influsso che ha il modello anglosassone, visto il ruolo che l'economia americana svolge nel panorama mondiale e la sua rilevante presenza nel mercato finanziario.

Come è stato illustrato dal professor Lai nell'introduzione, in questo campo nasce inevitabilmente una domanda: l'applicazione di corretti modelli di *governance* produce valore per l'azionista? Come è stato detto, molti studi hanno cercato di rispondere a questa domanda con risultati contraddittori. A fronte di ricerche che hanno messo in luce una chiara relazione tra i due fenomeni, ve ne sono altrettante che hanno verificato l'indipendenza tra le scelte di governo economico e la *performance* dell'impresa.

A mio giudizio, la spiegazione sta nel fatto che, sebbene la progettazione di meccanismi di governo – equi, efficaci e trasparenti – attenui fenomeni di corruzione, di espropriazione di benefici privati a favore del management e soprattutto sebbene la progettazione di CdA equilibrati, competenti, propositivi, aumenti la probabilità che vengano prese decisioni strategiche di successo, la *corporate governance* non garantisce *performance* positive a qualunque impresa. Le variabili d'azienda, interne e esterne, giocano sempre un ruolo determinante. Si può così sostenere che la buona *governance* è una condizione necessaria, ma non sufficiente, per conseguire *performance* superiori a quelle dei concorrenti.

In questi anni nel nostro paese abbiamo assistito a un netto miglioramento della qualità della informativa societaria. L'applicazione delle direttive comunitarie sul bilancio hanno rappresentato la svolta. Da quel momento, grazie anche alla sempre maggiore globalizzazione dei mercati finanziari, il cambiamento è stato continuo e sostenuto. Anche la legislazione societaria ha avuto un profondo adeguamento. Si è passati da un codice che faceva dell'auto-tutela dell'azionista la sua base portante, ad un codice che si preoccupa dell'investitore, del pubblico dei risparmiatori, di quelli che rischiano avendo investito i loro quattrini e che solo dall'informativa chiara ed onesta vengono salvaguardati.

Sul miglioramento della qualità informativa incidono non tanto le modalità di funzionamento del CdA, quanto i processi di *governance* nei quali sono coinvolti gli amministratori: contatti con il management, con il CEO e la proprietà, con i sindaci, con gli altri amministratori e con i revisori. Fondamentali sono alcuni tavoli di discussione e di analisi come i comitati, e in particolare quello di controllo interno, nei quali passano importanti problemi decisionali: acquisizioni, scelta del CEO, ma anche condivisione dei principi contabili da adottare per la redazione del bilancio.

In ogni caso, determinanti sono la struttura amministrativa e la macchina contabile di cui l'azienda o il gruppo dispone. In alcune realtà aziendali, è radicata una cultura amministrativa forte (competenze di elevato grado), in altre vi è una dedizione totale delle persone coinvolte, uno spirito di gruppo che non vanno trascurati. Tutto questo è alla base delle buone *performance* della funzione amministrativa. Il CFO è il vertice di questa organizzazione funzionale al quale – nei rapporti con gli amministratori – si chiede una capacità di spiegare i documenti, di

essere efficace e convincente in risposta alle critiche o alle richieste di chiarimenti. Gli amministratori hanno il compito di vigilare, ponendo richieste sul suo operato, favorendo situazioni di confronto (revisori), etc. Esempi negativi ve ne sono. È, ad ogni modo, un'area delicata.

L'introduzione della legge sul risparmio ha creato una nuova figura: il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari. È una figura obbligatoriamente prevista per le società quotate. Come afferma qualche giurista – poiché gli articoli 2621-2622 c.c. la richiamano come soggetto attivo in tutte le ipotesi di falso in bilancio – si deve arrivare alla conclusione che essa può essere facoltativamente prevista anche per le società non quotate. Tali dirigenti sono responsabili in via autonoma anche se hanno agito all'insaputa dei superiori. Devono accompagnare con una relazione tutti gli atti e le comunicazioni della società sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della stessa e devono attestarne la corrispondenza al vero. Da qui deriva un altro obbligo: la messa a punto di adeguate procedure amministrative e contabili per la predisposizione del bilancio di esercizio. Si configura quindi una struttura di vertice di particolare responsabilità al di sotto degli amministratori e dell'eventuale direttore generale.

La norma può essere letta secondo due punti di vista: un altro vincolo all'operare d'impresa, oppure una grande opportunità per la crescita di questa categoria professionale ma soprattutto un modo per investire nei sistemi di controllo interno, al fine di migliorare l'immagine della società facendo leva su una informativa societaria trasparente e affidabile.

Questi interventi legislativi sono la conseguenza degli scandali finanziari d'inizio 2000 che hanno investito dapprima gli Stati Uniti e poi il nostro paese. Gli americani sono stati più tempestivi e più rigorosi a questo riguardo. Trent'anni fa il loro problema era la *public company*, impresa importante in quella economia, nella quale i manager avevano troppo potere, non salvaguardavano adeguatamente gli interessi degli azionisti. Per evitare che questo continuasse a succedere, è stata avviata la stagione delle «scalate ostili». Il pericolo di scalata avrebbe dovuto spingere il management a estrarre il più possibile valore dall'azienda, disincentivando gli «scalatori». Ma anche il ricorso alle Opa presentava il rischio di distruggere valore una volta che queste fossero andate a buon fine. Nasceva allora negli anni Novanta la *governance* o meglio la riscoperta della *governance* come modello di governo delle società, ovvero come meccanismo per indirizzare, incentivare e controlla-

re il management. Gli scandali, come quello della Enron, hanno però messo in evidenza che la *governance* non basta se non è sostenuta da una legislazione che regola società e mercati, che commina sanzioni nel caso di infrazioni e di comportamenti truffaldini. Sanzioni anche pesanti. È stata altresì prevista la protezione del delatore, partendo dall'idea che le «gole profonde» possono essere utili per scoprire tempestivamente comportamenti truffaldini all'interno dell'organizzazione. Procedimento – quello delle denunce anonime – che anche le dieci aziende italiane che sono quotate in Borsa a New York, sono costrette ad applicare.

L'alluvione legislativa che ha investito l'economia americana è stata una misura straordinaria per combattere gli scandali e ha rappresentato una soluzione anomala rispetto alla tradizione e alla prassi proprie di quel paese. In questi ultimi tempi si vive però un momento di ripensamento: ad esempio, gli americani stanno domandandosi addirittura se il *quarterly* (la trimestrale) serva o meno per il mercato e se non sia il caso di eliminarlo.

La nostra realtà è diversa. Le nuove norme comunque costituiscono un appesantimento ulteriore per le società quotate e sono certamente un freno per quelle che intendono quotarsi. I costi – connessi al fatto di essere quotate – lievitano ulteriormente. Alcune per superare questo inconveniente hanno cominciato a valutare positivamente l'entrata di un *private equity* in luogo della quotazione che permetterebbe di introdurre la disciplina di mercato senza sopportare costi elevati.

Viviamo in una società del rischio. Le imprese convivono con i rischi, ma per il corretto loro funzionamento devono prima individuarli e poi fronteggiarli.

Il COSO – l'ente internazionale che si occupa delle prassi di *internal auditing* – ha oramai accolto l'impostazione secondo cui il controllo interno va inteso come *risk management* proprio per contenere i rischi entro limiti accettabili.

Il nuovo codice di autodisciplina, nei principi del sistema di controllo interno, accoglie questa impostazione quando recita: «Il sistema di controllo interno è l'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire, attraverso un adeguato processo di identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, una conduzione dell'impresa sana, corretta e coerente con gli obiettivi prefissati».

Anche il 20F, ovvero il bilancio di esercizio previsto dalla SOX come prima informazione richiesta, oltre alle *Key Information* (*Selected Financial data* – dal 2000 al 2004), prevede l'indicazione dei *risk factors* (ossia dei rischi che l'azienda sta sostenendo).

## RANIERI DE MARCHIS

CFO UniCredit Group

Obiettivo di queste note è quello di fornire una testimonianza diretta sull'evoluzione dell'informativa societaria nel corso degli ultimi anni, e in particolare dopo gli scandali finanziari che hanno caratterizzato questo primo scorcio di XXI secolo.

L'esperienza da CFO maturata in General Electric prima e in UniCredit poi, mi ha permesso di osservare da vicino le normative e la casistica aziendale della realtà internazionale, sia nelle fasi precedenti che in quelle immediatamente successive a quella che viene considerata una vera e propria pietra miliare nell'ambito della tutela dell'informazione societaria: il *Sarbanes-Oxley Act*, espressione della cultura d'impresa anglosassone, da sempre particolarmente attenta a queste tematiche.

In termini di qualità e trasparenza dell'informativa societaria si può affermare che convivano un problema di forma e uno di sostanza. A livello formale permane cioè una insufficienza della normativa intesa a tutelare adeguatamente mercati, *shareholder* e *stakeholder* dal rischio di abusi. Dal punto di vista sostanziale, questo tipo di lacuna va considerato in qualche misura strutturale, nel senso che anche nel caso in cui venisse colmata (e fortunatamente è questa la direzione in cui essa va sempre più profilandosi e sostanziandosi), non è pensabile che – all'interno di gruppi articolati e complessi come quelli che stanno sui mercati oggi – una legge sia in grado di per sé di portare alla creazione di una adeguata cultura di *controllership*. L'unico risultato, certamente importante che la normativa può concretamente prefiggersi di raggiungere, è quello di creare un deterrente che a posteriori possa risultare più o meno credibile ed efficace a seconda di come avrà saputo influenzare il comportamento degli operatori.

Se si considera la realtà statunitense, va precisato che in effetti un deterrente esisteva già anche prima dell'introduzione del *Sarbanes-Oxley Act*: la *class action*<sup>1</sup>. Il suo potere deterrente

<sup>1</sup> Come noto, un'azione collettiva – *class action* nell'originale inglese – è un'azione legale condotta da uno o più soggetti per conto di se stessi e di altre persone o entità che si trovino in circostanze e posizioni giuridiche identiche o sostanzialmente simili. L'azione collettiva è il modo migliore con cui i semplici cittadini possano essere tutelati e risarciti da eventuali torti subiti dalle *Corporation*. L'eventuale sentenza favorevole avrà poi effetto o potrà essere fatta valere da qualsiasi soggetti dimostri di trovarsi nella stessa situazione di chi ha

immediato consisteva nel fatto che tutti i soggetti chiamati a rispondere del contenuto dei bilanci contabili erano ben coscienti che nel caso si fosse riscontrata e si fossero accertate delle irregolarità, i responsabili sarebbero incorsi in responsabilità penali capaci di comportare non solo il rischio di una pena detentiva, ma anche l'eventualità di doversi far fronte rispondendo personalmente col proprio patrimonio. Il *Sarbanes-Oxley Act* ha proseguito in questa stessa direzione, prevedendo una responsabilità personale ed oggettiva del CEO e del CFO per il contenuto delle informazioni finanziarie e dei bilanci delle società. Essi sono chiamati a certificare ed attestare personalmente la veridicità dei documenti contabili e delle informazioni diffuse al mercato, divenendo a tutti gli effetti responsabili per qualsiasi incongruenza o errore materiale contenuto nel bilancio (*Section 302*)<sup>2</sup>. Qualora vengano accertati abusi in tal senso o addirittura casi di distrazione di fondi dal patrimonio societario, i responsabili di tali reati (o coloro che abbiano comunque tratto beneficio da false notizie o manipolazioni contabili diffuse sul mercato) sono tenuti a restituire quanto illegittimamente guadagnato.

Proprio sull'individuazione dei responsabili, il *Sarbanes-Oxley Act* introduce inoltre un'importante novità: procede in base a un'analisi di processo, ovvero andando a individuare non solo le responsabilità dirette di chi abbia posto in essere pratiche illegali, ma anche l'esistenza di eventuali ulteriori persone che, partecipando alla filiera di produzione dell'informazione ed essendo in grado di riscontrare comportamenti illeciti, sono tenute a denunciarle. Se dunque fino alla sua introduzione il primo anello della filiera informativa all'interno di un'azienda era rappre-

promosso e ottenuto sentenza favorevole con la *class action*. Fino a oggi in Italia non è esistita una normativa di questo genere: per ottenere la tutela è stato necessario ripetere il processo per ogni singolo cittadino intendesse dimostrare di essere in una situazione analoga a quelle andate favorevolmente in giudicato. A seguito delle evidenti difficoltà che i cittadini hanno riscontrato nel difendere e far valere giudizialmente i propri diritti, vari Stati europei stanno guardando con attenzione a questa via processuale, già largamente utilizzata con successo negli Stati Uniti. [In Italia è stata recentissimamente introdotta dal governo Prodi, con un decreto-legge approvato il 30 giugno 2006, *NdR*].

<sup>2</sup> Ulteriore disposizione da segnalare è quella contenuta nella *Section 404*, che prevede che il bilancio annuale delle società quotate sul mercato statunitense includa un «internal control report» (sottoposto a verifica da parte del revisore esterno) che attesti la responsabilità del management nell'implementare e mantenere un'adeguata struttura di controllo interno relativa al reporting economico-finanziario, e nel quale l'efficacia di tale struttura di controllo sia valutata alla data di riferimento.

sentato dal CEO e, tutt'al più, dal CFO, il varo della legge ha introdotto sanzioni di natura penale anche a carico di quanti partecipano a qualsiasi livello rilevante ai processi che regolano la contabilità e l'informazione finanziaria. Non è infatti pensabile, ad esempio, che i casi di falsificazioni e doppie contabilità possano essere concretamente perpetrati solo dagli amministratori di vertice. È molto probabile che, nonostante queste attività criminali possano essere note a un numero anche esiguo di dipendenti, esista comunque altro personale, oltre al top management, in grado di comprendere e valutare la regolarità o meno delle scritture contabili, delle fatturazioni e di quant'altro possa modificare la veridicità della rendicontazione contabile di una società.

Ne consegue che, in una nuova concezione di filiera di produzione dell'informazione che potremmo definire allungata, un primo livello di responsabilità sia sicuramente da attribuire all'*accounting department* nella sua figura di *controller* nel senso anglosassone del termine, dal quale provengono tutte le informazioni necessarie a redigere il bilancio e gli altri *financial report* periodici<sup>3</sup>. Tale dipartimento è il primo responsabile della veridicità e della completezza delle notizie raccolte in quanto, nell'elaborarle ai fini della redazione del bilancio, è tenuto a mettere in atto ogni comportamento necessario a una loro preventiva verifica.

Se ora guardiamo in quest'ottica al nostro paese, notiamo subito che mancava un disposto normativo di questo genere. Con l'introduzione nel 2005 della legge sul risparmio (L. 262/2005)<sup>4</sup> è stato fatto un passo in avanti nella direzione inaugurata a livello

<sup>3</sup> La gestione e conservazione dei dati è oggetto di precise norme codicistiche che, in particolare, prevedono una serie di principi da seguire nella redazione del bilancio, sviluppati dai principi contabili nazionali a cui si sono affiancati i principi internazionali.

Questi ultimi (IAS) rappresentano un indubbio salto di qualità in quanto trasformano i bilanci in veri e propri strumenti di informazione finanziaria utili per prendere le decisioni economiche.

<sup>4</sup> Come noto, la nuova legge di tutela del risparmio del dicembre 2005 richiede alle società di:

- identificare i processi che alimentano e generano l'informativa di natura patrimoniale, economica e finanziaria;
- formalizzare adeguate procedure amministrativo-contabili;
- fornire alle figure responsabili gli elementi necessari a valutarne ed attestarne periodicamente l'adeguatezza e l'effettiva operatività.

Essa attribuisce inoltre rilevanza e responsabilità giuridica a un nuovo soggetto denominato, dirigente, preposto alla redazione dei documenti contabili societari (DAFC).

internazionale dal *Sarbanes-Oxley Act*, pur con alcune differenze che ne complicano in qualche modo l'attuazione<sup>5</sup>.

La legge prevede che la valutazione delle procedure amministrative e contabili debba essere effettuata a livello di:

- adeguatezza del loro disegno, ovvero di completezza e coerenza rispetto agli obiettivi di controllo che la procedura si pone;

- effettiva applicazione, ovvero di corretto funzionamento nell'ambito dell'operatività aziendale.

Essa dovrà essere supportata da adeguata attività di validazione, monitoraggio, auto valutazione e test indipendenti.

Grazie alle esperienze del *Sarbanes-Oxley Act*, oggi non solo esiste un modello di riferimento comunemente accettato<sup>6</sup>, ma anche una serie articolata di strumenti di diagnosi che permettono di effettuare tali valutazioni a diversi livelli di profondità.

La complessità del problema presenta tuttavia ulteriori aspetti di criticità. Molte volte si tenta di sopperire a questioni di sostanza con la forma, ovvero introducendo paletti formali col risultato di creare oltre tutto il pericolo di un eccesso di burocratizzazione.

<sup>5</sup> A differenza della normativa statunitense, infatti, la legge sul risparmio:  
- non richiede che i processi e le procedure siano oggetto di verifica e attestazione da parte del revisore esterno;

- non dà alcuna indicazione sui requisiti minimi del sistema di processi e procedure.

Questa apparente semplificazione crea maggiori difficoltà nella valutazione e definizione degli approcci in sede di adeguamento ai nuovi obblighi. L'esperienza statunitense, con le dovute differenze, può essere presa come *best practice*. Da questo punto di vista, è possibile che una società già allineata al *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) risponda nella sostanza a tutti i requisiti espressi dalle norme contenute nella Legge sul Risparmio con riferimento, in particolare, al giudizio sull'adeguatezza ed effettiva applicazione delle procedure amministrative e contabili. Resterà l'obbligo di provvedere agli adempimenti di carattere organizzativo/formale che non sono richiesti dal SOX. In generale, la comunità internazionale riconosce SOX come la *best practice* di riferimento: confrontarsi con questa esperienza consente di sfruttare le conoscenze ivi sviluppate, facendo tesoro degli errori e dalle sopravvalutazioni fatte dalle società statunitensi.

<sup>6</sup> Va detto che, oltre al modello statunitense, non sono mancati in questi anni ulteriori fonti normative cui il nostro legislatore ha potuto richiamarsi. In particolare, importanti indicazioni sono anche scaturite dalla Comunicazione della Commissione UE, che prevede un'interdizione dall'incarico di amministratore nell'intero territorio dell'Unione per quanti abbiano prodotto e diffuso ai mercati informazioni ingannevoli e/o non veritiere, potenzialmente in grado di alterare una corretta interpretazione dell'andamento societario.

Pur rivestendo una grandissima importanza, occorre tener conto che nessuna legge può di fatto evitare il comportamento doloso e fraudolento. Il vero punto cruciale è creare a livello di sistema una cultura della trasparenza. Come scrisse già a caldo Guido Rossi all'epoca del caso Enron, «appare illusoria l'idea di risolvere tutto con qualche nuova regola o con l'inasprimento di qualche sanzione. (...) Chi può credere davvero che basti qualche nuova legge per curare una situazione così malsana? Un capitalismo senza etica è un malato forse incurabile, perché una catarsi etica non si farà per decreto»<sup>7</sup>. È auspicabile in questo senso che si agisca sulla fattualità del problema, promuovendo cioè a livello di sistema una cultura della trasparenza dell'informazione, e soprattutto, dei comportamenti.

Questo, in quanto è arduo pensare che possano esistere regole efficaci senza responsabilità: esse non possono e non potranno mai sostituirsi – quanto a efficacia – alla rettitudine degli uomini a cui sono rivolte ed il cui operato sono intese a disciplinare. Un sistema di regole si rivela in definitiva insufficiente se i ruoli che prevede e attraverso cui si articola l'architettura del suo funzionamento non vengono svolti a dovere. È necessario, in altre parole, dare reale contenuto a tali ruoli, tenendo conto delle necessità dei mercati e, conseguentemente, delle attese di tutti gli operatori che di tale ambito sono i protagonisti.

Servono, pertanto, amministratori che facciano gli amministratori, sindaci che facciano i sindaci, revisori che facciano i revisori.

Questa affermazione, che certamente in prima battuta potrebbe apparire banale, diviene però rilevante se solo si prendono in esame gli scandali che hanno scosso il mondo finanziario negli ultimi cinque anni. Nel caso di Enron, forse il più eclatante, non possiamo certo affermare che il crack sia avvenuto per una carenza di *corporate governance*. Le regole c'erano e, sulla carta, potevano essere assolutamente eccellenti. Quello che invece è venuto meno è stato il comportamento coerente e fattivo di quanti avrebbero dovuto vigilare all'interno dell'azienda e non lo hanno fatto, chi con dolo e chi con colpa, chi semplicemente per negligenza.

È anche vero che il tema dei controlli e della vigilanza è un argomento di estrema delicatezza e che, se applicato all'ecces-

<sup>7</sup> Guido Rossi, *I crack arriveranno in Europa e faranno saltare i conti pubblici*, in «la Repubblica» 26/6/2002

so, rischia anche di generare «mostri». Penso in particolare al tema della delazione, e alla diversità con cui viene vissuto nel nostro paese rispetto a quanto non avvenga negli Stati Uniti. Nella cultura americana, se una persona constatata comportamenti irregolari o scorretti da parte di un collega, ha l'obbligo di denunciarli, al punto che nel caso emergesse una sua omissione di denuncia, verrebbero a configurarsi gli estremi per un suo licenziamento. Come ulteriore tutela, si consente inoltre che la denuncia possa essere presentata in forma anonima, mentre, alla luce di un garantismo ben più marcato, in Italia l'anonimato è culturalmente stigmatizzato come una forma «irresponsabile» di delazione. Nella cultura americana, il fine e la stessa *ratio* di questa norma sono quelli di creare una cultura in base a cui i vertici non si possano sentire protetti dal loro stesso ruolo.

Un'informazione corretta, completa e trasparente è altresì essenziale non solo per gli azionisti e il management, ma anche per la tutela di quanti, pur non essendo azionisti e non avendo dunque contribuito sottoscrivendo capitale di rischio, vantano dei crediti nei confronti della società (ad esempio, gli obbligazionisti), e inoltre per tutti coloro che prendono delle decisioni sulla base dei dati che vengono pubblicati.

Un ulteriore aspetto che mi sembra vada considerato è quello dell'informativa periodica. Non sono affatto d'accordo con chi considera che il *quarterly report* sia uno strumento che esprime una sorta di dittatura del mercato, direi al contrario che è la migliore disciplina del mercato. Se un CFO non potesse visionare e comunicare sistematicamente i *report* periodici sull'andamento societario, ci sarebbe seriamente da preoccuparsi, visto che non si avrebbe modo di avere un adeguato controllo su quanto sta succedendo a livello di *performance* societaria. Lo stesso discorso vale anche per quanto riguarda la possibilità di veicolare una corretta e tempestiva comunicazione agli attori sul mercato, a cominciare da quanti abbiano affidato i capitali alla società, ma non solo. Il problema non è tanto ravvisabile nel *quarterly report* quanto piuttosto nelle modalità secondo cui spesso vengono comunicati i risultati. In fondo, se è vero che probabilmente il mercato non va di per sé a premiare le società in quanto vantano una valida *corporate governance*, è tuttavia un dato di fatto che andrà a penalizzare nel tempo le società che hanno una *governance* non adeguata.

A livello di normativa, invece, il rischio è che la volontà di porre nuovi vincoli nel tentativo di fornire al management dei

precisi parametri cui attenersi<sup>8</sup> non sia funzionale alla diffusione di una idonea cultura di *controllership* che, all'atto pratico, si traduce nella predisposizione di efficaci meccanismi di controllo. È proprio l'efficacia di questi processi a decretare la qualità della *governance* all'interno di una società.

In definitiva, una solida *governance*, fatta di condivisione, di partecipazione e anche di giusta pressione per le risorse che sono chiamate a metterla in atto, è davvero in grado di tradursi in migliori risultati.

Avere una solida cultura di mercato significa allora riuscire a comunicare i dati fornendo tutte quelle informazioni qualitative rilevanti e necessarie al mercato per formarsi un'opinione non distorta. Il vantaggio/svantaggio di saper o meno comunicare correttamente lo si riscuoterà/sconterà in termini di *reputation*, in quanto il mercato esprime il proprio giudizio in base a quanto verrà poi confermato nei dati della comunicazione successiva. In questo senso le forzature di breve periodo, atte a enfatizzare le *performance* immediate, rischiano di esser pagate con gli interessi nel medio-lungo termine.

Riuscire ad avere qualità in questo tipo di comunicazione, con spirito di servizio verso il mercato, con l'idea di avere e di tutelare una solida reputazione aziendale che viene inesorabilmente monitorata nel tempo, è senza dubbio difficile, ma rappresenta un aspetto non secondario sul quale bisogna lavorare. Questi sono i compiti e il contributo che la figura del CFO<sup>9</sup> deve

<sup>8</sup> Ai sensi della legge sul risparmio (L. 262/2005) la necessità di opporre a terzi le evidenze sulla base delle quali si è giunti a dichiarare l'adeguatezza ed effettiva applicazione delle procedure impone di definire modalità di documentazione di tali evidenze. L'esigenza di formalizzazione dovrebbe coprire almeno i seguenti aspetti:

- regole contabili, con riferimento alla definizione delle regole disciplinate nei manuali contabili e nelle procedure di sua derivazione;
- ruoli/responsabilità, con riferimento all'identificazione e formale attribuzione dei ruoli e delle responsabilità dei soggetti coinvolti nei processi amministrativo-contabili;
- attività di controllo, con riferimento alla presenza di attività idonee ad assicurare la completezza e correttezza dei dati economico-finanziari;
- processo di valutazione, con riferimento alle valutazioni effettuate nonché alle evidenze raccolte dal management al fine di rilasciare le dichiarazioni ed attestazioni richieste dalla legge.

<sup>9</sup> Volendo dettagliare un po' di più i contenuti, tenendo conto dell'importanza che il CFO rappresenta in un efficace sistema di *corporate governance*, occorrerebbe fare in modo che all'assegnazione di una responsabilità in ordine alla correttezza del bilancio e alla corretta rappresentazione della situazione

apportare per favorire un corretto funzionamento del sistema finanziario. Anche se la trasparenza di per sé non garantisce la *performance* aziendale, i due elementi insieme generano una fonte di credibilità e reputazione che nel lungo termine premia l'azienda, indipendentemente dal fatto che, ad oggi, non esista ancora una evidenza empirica dirimente a sostegno di questa tesi.

## **FRANCO FERRARINI**

*Presidente di Banca Agrileasing*

Premetto di aver accolto con grande piacere l'invito a partecipare alla tavola rotonda, anche se sulla tematica oggetto della stessa, l'interesse di una società non quotata come Banca Agrileasing è, nell'immediatezza, meno stringente. Ringrazio, anche a nome dell'intera Banca, la PricewaterhouseCoopers che ha promosso l'iniziativa e il Rettore dell'Università degli studi di Verona per la cortese ospitalità.

Ciò in quanto il tema è vitale per un organismo inserito nei mercati creditizi – con posizione di rilievo nel comparto del *leasing* e con crescenti propensioni in altri comparti (*factoring, corporate banking*) – e finanziari interni ed esteri. A quest'ultimo riguardo la Banca è emittente di prestiti obbligazionari, parecchi dei quali quotati. Significative sono pure le quattro serie di titoli senior e mezzanine emessi dal veicolo Agrisecurities, *notes* che hanno l'*originator* nella Banca.

Inoltre, nell'ambito del Gruppo guidato da ICCREA Holding, la Banca, unitamente alle altre controllate (Iccrea Banca, Aureo Gestioni, BCC Vita, etc.), assolve funzioni di proiezione sui mercati nazionali ed esteri dell'intero sistema del credito cooperativo che annovera oltre 400 organismi. L'intervento è teso quindi a dare una testimonianza al dibattito – da cui sicuramente saran-

dell'impresa, corrispondesse una adeguata competenza sulle procedure necessarie. Si potrebbero prevedere, anche tramite codici di comportamento:

- requisiti di professionalità ed onorabilità per il CFO;
- obbligo per le società quotate in borsa e per le aziende che si rivolgono ai mercati finanziari dell'istituzione del CFO;
- obbligo del CFO di esprimere, in una lettera di conformità, il proprio giudizio sulla rispondenza del bilancio di esercizio alle scritture contabili e ai documenti di supporto;
- diritti e obblighi concernenti l'assunzione da parte del CFO di informazioni e di consultazione con i sindaci e revisori su fatti ritenuti censurabili.

no attinti spunti per le riflessioni delle personalità presenti – e si sviluppa nei punti che seguono.

### *1. I contenuti complessivi della nuova legge sul risparmio*

Non è questa la sede per fare considerazioni sulla portata della legge 262/2005 per la tutela del risparmio e la disciplina del mercato finanziario, disciplina che oltretutto – prescindendo da aggiustamenti e riconsiderazioni – necessita degli interventi integrativi della Banca d'Italia e della Consob e di quelli del Governo, delegato al coordinamento della disciplina con i testi unici bancario e della finanza.

Per un organismo bancario come Banca Agrileasing, il titolo II della legge (Disposizioni in materia di conflitti d'interessi e disciplina delle attività finanziarie) ha e avrà i maggiori impatti, dato che, tra l'altro, anche ha reso ancor più tuzioristiche le normative di cui ai precedenti artt. 53 e 136 del TUB e quelle sui conflitti d'interesse attinenti all'emissione di strumenti finanziari in Italia e all'estero, nonché ai servizi d'investimento.

Sempre nel II titolo è ricompreso il nuovo articolo 154-bis TUF, dedicato alla «Redazione dei documenti contabili societari», cui si associa la più penetrante regolamentazione della «Responsabilità dei dirigenti preposti alla redazione dei documenti societari», di cui all'art. 15 della nuova legge 262/2005.

La nuova regolamentazione cade in un contesto di forti cambiamenti per le banche, tra i quali l'applicazione dei principi contabili IAS/IFRS e «Basilea 2», e contribuisce a tenere ancora più vigili amministratori, sindaci, direttori generali e strutture delle banche, che erano già chiamati a fare acrobazie avendo come rete di protezione l'impegno e la professionalità che da diversi anni ne distingue l'operato, atteso che non sono concesse cadute, come invece consentito ai circensi.

### *2. Qualità e trasparenza nell'informativa societaria, il ruolo degli amministratori: prime considerazioni sul nuovo quadro normativo*

La formula della tavola rotonda sintetizza da un lato, i contenuti del nuovo art. 154-bis del TUF e riconduce in un ambito tecnico-aziendalistico l'articolo medesimo, già menzionato nel punto precedente.

Qualità e trasparenza costituiscono i versi dell'unica, inscindibile medaglia dell'informativa, di cui per una più efficace analisi dei temi sottostanti è stata operata la separazione.

Più mirati alla qualità, quale connotazione di affidabilità del processo di produzione e di controllo sulle informazioni, sono i commi seguenti:

a) il primo è inerente le modalità di nomina, sacralizzata dalla necessità di una disciplina statutaria. Il contenuto sostanziale del precetto mira ad avere dirigenti di adeguato standing, con una professionalità che deve ricomprendere correttezza nei comportamenti. È nota (cfr. le considerazioni del punto 3) la massima attenzione che le banche dedicano alla figura di capo contabile nella più ampia accezione; parimenti è sempre oggetto delle migliori cure l'accompagnamento della figura con altri collaboratori di elevata professionalità, il cui numero cresce con le dimensioni delle banche, anche senza raggiungere dimensioni top come quelle di Unicredito/Hvb e di Banco Popolare di Verona e Novara rappresentate da top manager, presenti a questo Forum;

b) il secondo è relativo alla predisposizione da parte del dirigente di adeguate procedure amministrative e contabili. Ciò che ribadisce la necessità delle professionalità del precedente alinea, del coordinamento con le altre strutture e con le esigenze di ottemperare ad obblighi di vigilanza informativa cui le banche sono assoggettate, con lievitante presa, anzitutto dalla Banca d'Italia;

c) il terzo concerne il conferimento al dirigente di poteri e mezzi adeguati per l'esercizio delle attribuzioni. In questo caso sono chiamati primariamente in causa gli organi amministrativi e di controllo che devono decidere sui poteri e sui mezzi dell'intera area amministrazione.

Più specificamente mirati alla trasparenza, a trasferire cioè l'affidabilità sui dati prodotti e controllati all'esterno, sembrano il secondo e il quinto comma che richiedono attestazioni di veridicità da parte del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili, del direttore generale, degli organi amministrativi delegati delle informazioni e dei dati sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria comunque diffusi e del bilancio. Per questa ultima attestazione (una relazione) è stabilito che venga resa secondo il modello stabilito dalla Consob, e diviene un allegato al bilancio individuale e consolidato.

Saldano e rinforzano la qualità e la trasparenza le previsioni degli effetti dell'inosservanza dei compiti del dirigente dello stes-

so articolo e quelli dell'art. 15 della legge, che ha interpolato i codici civile e penale.

Se si fa una lettura tecnico-aziendalistica della nuova norma, che è pur sempre parte di un sistema normativo, emergono i profili di cui appresso:

1) la produzione delle informazioni contabili, delle situazioni e dei bilanci è un processo continuo e complesso, che si aggiunge e si integra con gli altri processi: emblematico è il ricorso nella norma ad espressioni come «procedure amministrative e contabili», e «adeguatezza e effettiva applicazione delle procedure di cui al comma 3»;

2) il processo in argomento pone quindi problemi nell'impianto, nel funzionamento e nei controlli giornalieri e periodici, ivi compresi quelli di complessiva valutazione di cui si sono occupate per prima le Istruzioni di Vigilanza (Cap. 11), seguite dalle previsioni generali (cfr., tra gli altri, art. 2381 c.c. per gli amministratori) e specifiche (cfr., tra gli altri, artt. 2403 c.c. e 149 TUF concernenti i sindaci; artt. 155 e 156 del TUF per le società di revisione).

L'implicazione è che i contenuti dei ruoli degli amministratori e dei CFO, come degli altri soggetti coinvolti (sindaci, direttore generale, vicari del CFO, responsabili dei sistemi informativi e dei controlli interni, etc.) devono essere rapportati a ciascun intervento o fase del processo; in buona sostanza va reso ancor più stringente il *flow chart* tecnico-normativo, relativo ai contenuti degli interventi di pertinenza delle strutture, dei responsabili, degli organi amministrativi. Ciò senza trascurare le implicazioni per i maggiori gravami nei confronti delle società di revisione, oggetto esse stesse di radicali modifiche normative contenute nel Titolo III della legge 262/2005, cui associare le conseguenti attribuzioni per il collegio sindacale che, sebbene svincolato dalla diretta revisione contabile, rimane pur sempre l'organo cui è deputata la verifica dell'assetto strutturale e della funzionalità dell'impianto contabile nella produzione e negli *outputs* (note, situazioni e bilanci).

È importante rilevare come tra banche e società quotate (le banche quotate sono al top di regolamentazione anche per questa materia) sussistano forti elementi di comunanza tecnico-normativa, tra i quali vanno ricordati la redazione dei bilanci secondo i principi contabili IAS/IFRS e la normativa sulla responsabilità amministrativa. Principi contabili e responsabilità amministrativa con le correlate previsioni sui modelli di organizzazione rinforzano

le esigenze che il processo sia adeguatamente strutturato, adeguatamente funzionante e integrato e adeguatamente controllato.

### 3. *Cenni sullo stato dell'arte in Banca Agrileasing*

L'evolversi dell'attività aziendale, la crescente integrazione con la capogruppo anche sui profili organizzativi e con le altre unità del gruppo e le modificazioni nel quadro normativo bancario e generale, hanno implicato una crescente attenzione alle tematiche della *corporate governance*, all'adeguamento delle procedure e dei processi, di controlli interni e alle tematiche «Basilica 2» e «IAS», come accennato in precedenza.

Preliminarmente va sottolineato che ormai da molti anni, la Banca è soggetta a revisione di una primaria società.

La Banca è, sia per fini generali, sia per esigenze specifiche, soggetta alle valutazioni dei *raters* internazionali, che se pur non specificamente dedicati ai profili contabili, valutano la congruenza tra i dati *a libro* e quelli corrispondenti alla qualità del portafoglio, in funzione del livello di spessore del presidio per i terzi rappresentato pure dalla concreta robustezza patrimoniale.

Per quanto riguarda la *corporate governance*, gli interventi hanno riguardato diversi aspetti costitutivi (scelta degli amministratori, istituzione del Comitato di controllo interno composto da amministratori non aventi funzioni esecutive, la strutturazione di un organico sistema di poteri e di deleghe, l'adozione e l'aggiornamento del modello ex d.lgs 231/2001, etc.).

Il sistema dei controlli – cui sono sovraordinati il comitato di controllo, il consiglio e i sindaci – è articolato come appresso:

1) controlli di linea presso le funzioni operative, contabili e la finanza;

2) controlli dei rischi di credito (crediti in senso stretto e beni) svolti da una struttura specificamente dedicata, supportata da una procedura largamente automatizzata;

3) controllo di gestione e *risk management* (per i rischi di tasso e di mercato);

4) ispettorato che effettua controlli *in loco*, comprese le filiali, a distanza pianificati e oggetto delle successive attività di informativa e di *follow-up*;

5) *internal auditing* attribuito a una struttura della capogruppo, che effettua i controlli *in loco*, a distanza pianificati e oggetto delle successive attività di informativa e di *follow-up*. Il raccordo

primo è con il comitato di controllo, ferme rimanendo le interazioni con il consiglio e il collegio sindacale.

L'adeguamento delle procedure e dei processi ha riguardato e riguarda interventi di grossa portata, come interventi più circoscritti.

Per quanto riguarda l'applicazione dei principi IAS/IFRS e gli impatti sulla contabilità, la Banca ha provveduto ad un'intensa attività formativa della totalità del personale della Direzione generale; in raccordo con la capogruppo – quale capo progetto – e valendosi anche del supporto consulenziale esterno, si è proceduto agli adeguamenti ed alle implementazioni sulle procedure amministrative e contabili. Va posto in evidenza che la capogruppo procede alla redazione del bilancio consolidato con i criteri IAS/IFRS, già per l'esercizio 2005, cosa che ha comportato gli intuibili impegni anche per Banca Agrileasing, pur se il bilancio individuale è stato redatto con la vecchia normativa.

Dal quadro delineato emerge come la redazione e la trasparenza nei documenti societari siano un tema alla massima attenzione delle strutture e degli organi dell'intera azienda.

Quindi un'estensione alle banche della normativa per le quotate non porrebbe particolari problemi per Banca Agrileasing, sebbene la normativa stessa sottolinei implicitamente anche l'esigenza di avere per il comparto un adeguato quali-quantitativo dimensionamento di risorse umane. Di qui l'esigenza, nell'ambito della periodica verifica sulla funzionalità del sistema, di procedere ad una valutazione anche dell'adeguatezza delle risorse utilizzate, come è fermo intendimento della Banca, anche prescindendo dalle implementazioni normative.

#### *4. Considerazioni prospettiche*

L'esperienza ci insegna che società quotate e banche costituiscono i due poli tra i quali oscilla il pendolo dell'*upgrade* delle discipline di regolamentazione e di correttezza amministrativa.

Ad esempio, le previsioni sull'organizzazione e sui controlli sono passate dalle banche alle società quotate; sono passati dalle quotate alle banche gli inserimenti nel sistema, dei controlli interni della revisione contabile affidata alle società di revisione.

Per le società quotate era prevista la redazione del bilancio consolidato applicando i principi IAS che poi sono stati estesi ai bilanci individuali delle quotate e a quelli individuali e consolidati delle banche, a prescindere dall'eventuale quotazione.

Di qui si è indotti a ritenere che la nuova normativa per le società quotate – per la redazione dei documenti contabili, bilanci e quanto altro – potrebbe essere estesa a tutte le banche. Ciò probabilmente darà ulteriore forza al vento della crescita dimensionale, cui anche il sistema del cooperativo si è adeguato, coniugando formule tradizionali con altre originali.

D'altra parte, «Basilea 2» è ormai alla partenza; «Basilea 2» ha il terzo pilastro costituito dall'informativa al pubblico, che deve avere caratteri di attendibilità, veridicità, trasparenza, informativa, e, largamente coincidente con quella oggetto dell'art. 154 bis del TUF.

Un ulteriore effetto di «Basilea 2», che si ricollega alla tematica dei rischi operativi, è la necessità di avere una funzione di controllo che specificamente si dedichi alle verifiche di *compliance*, atteso che i rischi per inosservanze sono tanti e complessi (TUB, TUF norme di vigilanza Bankitalia e Consob, antiriciclaggio, antiusura, trasparenza, responsabilità amministrativa, privacy, etc.).

Qualche tempo fa il capo servizio vigilanza enti creditizi della Banca d'Italia ha preannunciato in un convegno ABI la prossima emanazione di una circolare sulla materia; certamente la tematica della *compliance* s'interseca con quella della qualità e della trasparenza nell'informativa societaria. Di qui un ulteriore elemento di spinta ad uniformare la disciplina per tutte le banche.

Grazie a tutti per il cortese ascolto.

## **DARIO TREVISAN**

*Avvocato*

Mi limiterò a fornire qualche cenno su quella che potrebbe essere una prima valutazione delle questioni oggi discusse secondo un'ottica e in una prospettiva dell'azionista quale investitore istituzionale, specie estero.

Sotto tale profilo va anzitutto osservato che le riforme in essere debbono essere valutate alla luce di una evoluzione del nostro sistema finanziario in funzione dell'adozione degli standards internazionali che si vanno man mano consolidando. In particolare, ritengo fondamentale (e spero costituisca un *trend* inarrestabile) quello di assegnare al management delle società emittenti una centralità ed autonomia decisionali cui si connetta una conseguente responsabilità, e a cui si rapporti l'azionariato e non viceversa. Il sistema americano, ad esempio, centrato su

questa visione, non prevede il voto di lista per la nomina di consiglieri, ma addirittura in alcuni casi non prevede neppure che gli azionisti possano proporre in assemblea proprie candidature, dovendo queste essere sempre mediate dal Consiglio di amministrazione. Tale condizione comporta che la struttura di funzionamento dei processi decisionali del Consiglio di amministrazione assicuri una costante trasparenza e capacità di gestione, anche attraverso l'utilizzo dell'informazione e del rendiconto che l'organo decisionale deve dare ai propri azionisti.

Ciò nonostante, il nostro sistema è ancora oggi culturalmente orientato a ritenere la componente dell'azionariato come centro motore dell'impresa e da cui origina la luce riflessa dell'impresa stessa. È quindi tuttora difficile riuscire ad adattare le istanze che promanano dagli investitori istituzionali, specie se di origine anglosassone, con la struttura del nostro sistema, sovrapponendosi talvolta funzioni e ruoli facenti capo a diversi organi di controllo.

In ultima analisi è tuttavia importante osservare che il problema dell'informativa e più in generale della trasparenza nella struttura di *corporate governance* della società, attiene alla questione della qualità e della stabilità dell'azionariato. Una buona *corporate governance* e una qualità nell'informativa stabilizzano l'azionariato, consentono cioè ad azionisti come una fondazione, o come un investitore fondo-pensione con una prospettiva di dieci-quindici anni di investimento, di rimanere investiti in quella società, di essere confidenti sul lavoro del management e del Consiglio di amministrazione, rispetto invece a un azionariato *short term*, più speculativo, o portante interessi propri, che della *corporate governance* fa talvolta forse un elemento di profittabilità, più che di garanzia. Assistiamo anche in tempi recenti a *performance* di società che hanno una pessima *corporate governance*, e in virtù di dinamiche speculative *short term* sembrano performare in termini di formazione dei prezzi sul listino in modo positivo, rispetto ad altre che invece si sono già costruite una immagine di serietà ed affidabilità.

Se tuttavia si analizza la situazione aziendale sotto il profilo della stabilità del management, dei progetti proposti a beneficio di tutti gli *stakeholder*, ben si comprende come solo questa ultima tipologia di società sia in grado di stare sul mercato, di vivere da protagonista e non finire per essere acquisita (ad esempio, durante un ricambio generazionale o crisi di settore). È un fatto noto che più la società è *public*, cioè ad azionariato diffuso, più il management sente l'esigenza di assicurarsi uno «zoccolo duro»

costituito da soggetti che hanno una visione di lungo periodo nel loro investimento, dovendo pertanto assicurare trasparenza e coerenza di comportamenti, specie nella diffusione di una corretta e appropriata informativa sul *business plan*, le strategie e i dati di consultivo.

In tale periodo, tuttavia, non può negarsi che in alcuni casi assistiamo al verificarsi di sovrastrutture formali, facendosi applicazione, contestualmente di sistemi di controllo propri di una società ad azionariato diffuso con quelli propri di una società interamente controllata ed organicamente inserita in un gruppo di imprese.

Occorre inoltre ricordare che le forze del mercato – purtroppo anche nel nostro sistema – in alcuni casi hanno fallito e ciò anche in assenza di apparenti anomalie dei processi informativi. Il caso Parmalat è un esempio emblematico. La mancata adozione, tuttavia, di fondamentali regole di *corporate governance*, ha contribuito in misura determinante a tali eventi. Ad esempio, nel Consiglio di amministrazione di Parmalat, nessun consigliere di amministrazione era amministratore indipendente.

Oggi, se una società quotata va sul mercato e vuole aprirsi al mercato internazionale, ha bisogno di trovare nell'ambito di queste norme in evoluzione, una via per applicarle efficacemente e sotto un profilo sostanziale. È proprio su questo che occorre puntare per riuscire a dare qualità e trasparenza dell'informazione. Occorre crederci e perseguire questa via altrimenti difficilmente riusciremo a creare soggetti competitivi che abbiano una propria identità e forza costante nel tempo.

## **STEFANO D'ANGELO**

*Avvocato*

Gli interventi che si sono sinora succeduti hanno esaurientemente evidenziato gli aspetti più significativi delle norme recentemente introdotte, ma anche, più in generale, la rilevanza sotto vari profili della corretta e trasparente informazione in ambito societario.

Tenterò quindi solo di trarre un personale, sintetico, bilancio di quanto sino ad ora emerso nella discussione, bilancio che confido possa costituire spunto per qualche ulteriore riflessione conclusiva.

Premetto che quando ho ricevuto il gradito invito a partecipare a quest'incontro, coerentemente con le prime riflessioni sti-

molate dalla lettura della nuova normativa, avevo individuato alcune questioni che, anche dopo aver ascoltato gli interessanti interventi dei presenti e le rispettive esperienze personali, mi sembra restino attuali e meritino di essere evidenziate.

Mi pare condivisa, e difficilmente controvertibile, l'idea che il sistema di norme di cui stiamo parlando, a prescindere da critiche – a volte anche fondate – su modalità di redazione e tempistica di introduzione, implichi un miglioramento della qualità, in senso lato, della gestione delle imprese, il che naturalmente consente il miglioramento delle relative *performance*.

È così quasi scontato sottolineare, semplificando, come la trasparenza e, comunque, in generale il miglioramento della qualità dell'informazione, sia un bene mentre, per converso, l'opacità sia un male.

Ciò detto, vorrei richiamare l'attenzione sugli effetti di tale incremento della trasparenza e quasi provocatoriamente, vorrei insinuare il dubbio che riguarda la prospettata correlazione tra maggior trasparenza e creazione di valore, anche considerando che, come è naturale, l'impresa è portata a comparare i costi che conseguono all'adozione di condotte/modelli organizzativi conformi alla normativa in esame con i correlativi, eventuali, benefici di breve, medio o lungo termine.

E allora la mia impressione è che gli effetti del miglioramento della qualità dell'informazione siano differenti a seconda delle dimensioni, o meglio della diffusione del capitale, delle imprese interessate e delle caratteristiche dell'investitore.

Ritengo infatti, e mi riferisco anzitutto alle società che fanno ricorso al mercato, che almeno allo stato attuale, in un mercato finanziario non ancora maturo come quello italiano, il differente grado di trasparenza delle imprese sia difficilmente percepito dall'investitore. Parlo qui naturalmente degli operatori non professionali, ed al riguardo non posso fare a meno di osservare che comunque, l'investitore istituzionale già ora, indipendentemente dalla normativa, è in grado di raccogliere/ottenere le informazioni necessarie alla valutazione sull'opportunità dell'investimento. Penso inoltre che la creazione di valore sia in tale ambito maggiormente influenzata da altri elementi (uno per tutti: la contendibilità dell'impresa).

Più immediata mi pare invece possa essere la correlazione tra trasparenza nell'informazione e creazione di valore nelle imprese, piccole e medie, non istituzionalmente rivolte al mercato del capitale, laddove la maggior trasparenza può, da un lato, sfociare in un più concreto e tangibile miglioramento nella gestione e,

dall'altro, costituire un elemento di accreditamento nei confronti di quei terzi (investitori istituzionali e banche) che potenzialmente possono, proprio in ragione del fatto che l'impresa trasparente appare più attraente, essere interessati all'investimento/messa a disposizione di risorse.

In definitiva, pur considerando che in un mercato finanziario più maturo la maggior trasparenza potrà nel medio lungo periodo significare creazione di valore, ritengo che una maggior trasparenza possa allo stato rivelarsi più utile, nel breve periodo, per imprese che non fanno ricorso al mercato del capitale.

### **LUCA GIACOMELLI**

*Direttore generale Serenissima SGR*

La mia esperienza deriva dal mondo dell'impresa: oggi dirigo una società di gestione del risparmio che ha un azionariato per la maggioranza pubblico e per la minoranza composto da cinque istituti di credito. Nel passato ho lavorato anche in una multinazionale olandese quotata e devo dire che oggi anch'io mi sono ritrovato nelle molte cose che sono state dette. Vorrei solo aggiungere due piccole considerazioni.

La prima è che quando si parla di qualità, trasparenza dell'informazione, consuntivazione dell'informazione, *quarterly report*, bisogna poi anche considerare che spesso l'imprenditore non vive solo nel passato, nel presente, ma anche nel futuro e quindi quando si valutano le imprese, ci si trova di fronte una simmetria informativa che dovrebbe però esserci anche per le prospettive razionali e concretamente ponderabili dell'imprenditore. Si tratta di una cosa apparentemente semplice, ma a mio parere estremamente importante per valutare correttamente l'impresa.

La seconda considerazione che desidero fare è che, dopo aver lavorato tanti anni all'estero, quando sono rientrato in Italia mi sono accorto che a volte nelle aziende italiane esiste una sorta di «gelosia dell'informazione» per cui ai vari livelli della stessa azienda, talvolta non si conosce appieno quello che l'azienda stessa sta compiendo, gli sforzi che sta facendo.

Penso invece che la conoscenza diffusa a tutti i livelli e la condivisione chiara degli obiettivi aziendali, liberi un'enorme energia che arriva – se ben convogliata – a migliorare la *performance* generale fino a creare un entusiasmo ed un senso di appartenenza vitali per l'impresa.

## ALESSANDRO LAI

Mi fa piacere che la provocazione iniziale abbia generato qualche fermento. Anch'io sono stato colpito dai dati che abbiamo trovato in riviste prestigiose, in studi di vari ordini. Ci siamo domandati con i miei collaboratori perché mai chi aveva fatto queste indagini, sostenesse le tesi di relazioni neutrali tra *governance* e creazione di valore. Siamo arrivati a pensare che sia per il motivo opposto a quello che viene affermato: la cultura di mercato sta crescendo, e per alimentarla serve creare attenzione a queste cose.

Vi passo un'altra provocazione. In Italia molti giovani autorevoli colleghi compiono ricerche su questi aspetti.

Osservo che tutta l'attenzione dei nuovi studiosi di materie aziendali – italiani e stranieri –, riposta in questa direzione, non fa riferimento a una *compliance* assoluta, fredda, o a degli standard scritti più o meno bene. Ma si apprezza ovunque lo sforzo di innestare il sistema di *governance* in un sistema più ampio di cultura, di formazione, senza dimenticare l'osservazione delle *performance* (positive o negative) e legando le stesse inestricabilmente ad un processo che investe tutta la struttura aziendale.

Se questo avverrà, anche gli indicatori di *governance* andranno ad assumere un altro significato.

## CONCLUSIONI

### ANTONIO TAVERNA

Qualche commento conclusivo anche da parte mia. Una questione interessante posta dal dibattito è in primo luogo quella relativa alla capacità della *corporate governance* di creare valore.

Quanto da me citato è basato su testimonianze empiriche raccolte in un'indagine di PwC; Alessandro Lai citava l'opinione contraria di alcune ricerche (Dalton, Black). Probabilmente le due affermazioni muovono da analisi effettuate in contesti di riferimento diversi tra loro. Una serie di conoscenze preliminari devono essere assunte per verificarne la comparabilità. Il presupposto di una è il miglioramento della redditività della società, quello dell'altra è l'andamento delle quotazioni delle azioni.

Per quanto i risultati siano un fattore importante per la determinazione delle quotazioni, essi non sono sempre il più importante o il solo. Le quotazioni recepiscono le aspettative, il futuro. A ben vedere le *performance* dei titoli di alcuni mercati emergenti, caratterizzate da una *corporate governance* poco trasparente, hanno registrato *performance* strabilianti. L'avvocato Caponi invece ci ha confermato che, per gli investimenti di *private equity*, il giudizio sulla qualità della *governance* societaria è un fattore primario.

Il tema è particolarmente interessante. Forse Alessandro Lai<sup>1</sup> e il professor Nicola Sartor potrebbero farsi promotori di uno studio. In molti casi la «richiesta» di una buona *governance* è inversamente correlata al profilo di rischio dell'investitore. Inoltre, sarebbe interessante conoscere la consistenza delle masse di investimenti che interessano i campioni considerati. Ad esempio investimenti speculativi sui titoli sottili possono dare visioni parziali se non distorte dei mercati. Secondariamente, mi ha fatto molto piacere sentire le parole di Ranieri De Marchis che corroborano le motivazioni dell'attività del *Corporate Governance Forum*.

<sup>1</sup> Il contributo del professor Lai riportato in questi atti già recepisce l'invito. Un particolare ringraziamento a lui e a Riccardo Stacchezzini per la pregevole ricerca.

Il sistema di controllo interno modellato sulle raccomandazioni del CoSO Report è un fattore determinante per l'integrità e la trasparenza.

Mi permetto due annotazioni.

Il CoSO Report, il cui Addendum italiano è stato da noi proposto nel 1997, già prevedeva nel 1992 le regole di *best practice* che solo con l'attuazione del *Sarbanes-Oxley Act* del 2002 (SOA) vengono ora adottate dalle società quotate negli Stati Uniti. Tra l'altro raccomandava la separazione dei ruoli di *Chairman and CEO*, l'attestazione annuale delle società di revisione sull'affidabilità ed applicazione del sistema. Cose che solo adesso con il SOA trovano applicazione.

In altre parole, le buone regole alle volte hanno bisogno di *enforcement* e di vigilanza.

Nel nostro paese, caratterizzato da una cultura debole della legalità, la chiave del successo della riforma sarà la capacità di vigilare e sanzionare delle competenti autorità. È comunque bene dire che, quando si tratta di soldi, questa cultura non lascia indenni le realtà di altre economie.

La riforma statunitense ripone nella sanzione una grande forza deterrente.

A mio modo di vedere, infatti, essa poggia su tre pilastri: responsabilizzazione del CFO in contrapposizione al CEO, controllo esterno della società di revisione, vigilanza e sanzione del PCAOB (*Public Companies Auditing Oversight Board*) e della SEC.

Proprio la vigilanza unita al potere di comminare sanzioni con diversi gradi di gravità può essere il fattore di successo. Su questo punto vi inviterei a visitare il sito del PCAOB per vedere quanti rilievi ha già mosso alle società di revisione. La pubblicità di questi è elemento positivo per supportare le stesse società ed i responsabili di funzioni aziendali nel richiedere all'alta direzione l'adozione di adeguate procedure e il loro rispetto.

Fatti questi richiami resta, comunque, la necessità di cosa fare per applicare la legge non solo nella forma ma anche nello spirito. Oggi c'è un ostacolo, la mancanza di un modello nazionale di controllo interno di riferimento.

Come abbiamo sentito la *best practice* internazionale deve essere adattata. Figure come il *whistle blower* hanno efficacia in un certo contesto culturale e giuridico, da noi potrebbe essere causa di tentati conflitti, assorbimento di energia e scarsi risultati pratici (anche se le nostre società quotate a New York devono rispettare la regola).

Le associazioni professionali interessate, con il supporto dell'Autorità di vigilanza, dovrebbero produrre questo modello. Un intervento chiarificatore potrebbe essere fatto anche dal Comitato per la *Corporate Governance* di Borsa Italiana che nel nuovo Codice di Autodisciplina raccomanda di fare riferimento anche alla *best practice* internazionale.

In presenza di patologie, la mancanza di un modello di riferimento sarà portatore di rischi per i soggetti coinvolti.

Il Codice di Autodisciplina dovrebbe anche contribuire a chiarire certi ruoli e responsabilità che una legislazione non del tutto coordinata ha prodotto.

Il quadro ruoli e responsabilità è complesso.

I membri esecutivi del Consiglio di amministrazione sono responsabili dell'adozione, mantenimento e applicazione del sistema, ma per la parte contabile-amministrativa esiste una responsabilità anche per il CFO. Non mancano le responsabilità del preposto al controllo interno; l'organo di controllo ha la responsabilità di vigilare e la società di revisione ha una responsabilità legata alle procedure richieste per esprimere il giudizio sul bilancio, ma esiste una responsabilità anche dell'organo di vigilanza previsto dal d.lgs. 231/2001 in materia di responsabilità amministrativa delle società.

Un coacervo di funzioni e responsabilità col rischio che l'altro deve fare, e nessuno fa.

Nonostante le buone intenzioni, ci dobbiamo confrontare con un contesto legislativo fatto di sedimentazioni che nessuno provvede a scrostare, anzi ogni occasione è buona per aggiungere nuove richieste, indeterminanze, incertezze applicative.

Purtroppo, gli impegni elettorali non hanno permesso al senatore Eufemi e all'onorevole Pinza di essere con noi, sarebbe stato utile commentare con loro le perplessità emerse dal nostro dibattito. Alla pubblicazione degli atti, chederemo un loro parere.

Un ultimo commento circa la cultura del mercato e le regole. Condivido l'osservazione di Fabio Innocenzi che se le regole vanno a scapito della formazione di un mercato borsistico, la regolamentazione diviene un puro esercizio astratto.

Proprio per sottolineare i rischi di una simile impostazione il prossimo autunno, il Forum proporrà una tavola rotonda sulla «concorrenza degli ordinamenti giuridici» o in altre parole il «mercato delle regole».

Chiudo ringraziando tutti voi, ancora una volta, per i contributi apportati.

## RELAZIONI

### MARCO BONGIOVANNI

*Facoltà di Economia dell'Università di Modena e Reggio Emilia*

L'evoluzione della normativa e dei modelli di *corporate governance* ha subito una forte accelerazione a causa degli scandali finanziari che si sono manifestati negli ultimi anni sulle due sponde dell'Oceano Atlantico, e non solo. Le cause scatenanti tali *crack* sono state legate, tra l'altro, a gravi carenze nei meccanismi di controllo aziendale.

Gli Stati Uniti, attraverso l'emanazione nel 2002 del *Sarbanes-Oxley Act* (SOA), hanno varato un'imponente riforma dei mercati finanziari. Anche l'Italia, come altri paesi europei, si è mossa in direzioni analoghe, attraverso l'iter legislativo che ha portato all'approvazione della legge 28 dicembre 2005 n. 262, comunemente conosciuta come «Legge sul risparmio».

In tale contesto, particolarmente innovative sono le disposizioni introdotte anche in Italia in tema di responsabilità e di obblighi relativi all'informativa societaria (in analogia con quanto introdotto dalle *Section 302* e *404* del SOA).

Con riferimento a responsabilità e obblighi relativi all'informativa societaria, la l. 262/2005 introduce nell'ordinamento italiano i seguenti elementi di novità:

- obbligo di previsione nello statuto della società delle modalità di nomina di un «dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari»;

- introduzione dell'obbligo di accompagnare gli atti e le comunicazioni della società previste dalla legge o diffuse al mercato, contenenti informazioni e dati sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della stessa società (cosiddette «comunicazioni di carattere finanziario»), con una dichiarazione scritta del direttore generale e del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, che ne attestano la corrispondenza al vero (cosiddetta «dichiarazione di corrispondenza al vero»);

- attribuzione al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari della responsabilità di predisporre adeguate procedure amministrative e contabili per la redazione del bilancio d'esercizio e, ove previsto, del bilancio consolidato, e di ogni altra comunicazione di carattere finanziario;

- obbligo di conferimento al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e societari di adeguati poteri e mezzi per l'esercizio dei compiti attribuiti dalla normativa;
- introduzione dell'obbligo a carico degli organi amministrativi delegati e del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, di attestazione con apposita relazione, allegata al bilancio d'esercizio e, ove previsto, al bilancio consolidato, dell'adeguatezza ed effettiva applicazione delle procedure amministrative e contabili nel corso dell'esercizio cui si riferisce il bilancio, nonché della corrispondenza del bilancio alle risultanze dei libri e delle scritture contabili (cosiddetta «attestazione sul bilancio»). L'attestazione dovrà essere resa sulla base di un modello stabilito con regolamento della Consob;
- introduzione di obblighi di informativa ed attestazione di veridicità e corretta rappresentazione contabile relativamente ai bilanci ed ai rapporti con società estere aventi sede legale in Stati che non garantiscono la trasparenza societaria. Tali obblighi coinvolgono in taluni casi, oltre ai soggetti citati (i.e. organi amministrativi delegati, direttore generale, dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari), anche l'organo di controllo;
- estensione delle responsabilità relative al reato di false comunicazioni sociali, come modificate dalla legge stessa, a carico della figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari.

Nella sostanza la l. 262/2005 richiede alle società di:

- identificare i processi che alimentano e generano l'informativa di natura patrimoniale, economica e finanziaria;
- formalizzare adeguate procedure amministrativo-contabili;
- fornire alle figure responsabili, tra cui il nominato dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, gli elementi necessari a valutarne ed attestarne periodicamente l'adeguatezza e l'effettiva operatività.

Da tutto ciò discende un nuovo ruolo e diversa responsabilità per il direttore amministrativo e finanziario che, da direttore amministrativo e finanziario (DAF), diventa *Chief Financial Officer* (CFO).

Le disposizioni introdotte sono particolarmente innovative; ispirandosi al *Sarbanes-Oxley Act* (SOA), in tema di responsabilità e obblighi relativi all'informativa societaria non hanno, però, tenuto conto nella dovuta considerazione delle differenze sostanziali esistenti tra la realtà del nostro paese e gli Stati Uniti o gli altri paesi europei.

Il *Chief Financial Officer* negli USA e il direttore amministrativo e finanziario in Italia hanno ruoli molto diversi tra loro. Nelle aziende di matrice anglosassone il CFO è al vertice della struttura, è responsabile di tutte le attività amministrative, finanziarie e di controllo, partecipa alle riunioni del *board*, supporta il CEO nelle attività di pianificazione, mantiene le relazioni con gli investitori e ha la responsabilità del sistema di controllo interno. Inoltre, negli USA e in Inghilterra è attribuita una diversa valenza al *board* e il management ha maggiori responsabilità in tema di governo e di controllo dell'impresa. In Italia anche la recente riforma lascia immutata la responsabilità della redazione del bilancio al Consiglio di amministrazione.

Le aziende italiane non sono comparabili con quelle degli USA e degli altri paesi europei per diverse ragioni, tra le quali: le dimensioni aziendali, i modelli organizzativi, le separate responsabilità del controllo e le responsabilità attribuite. In alcune aziende quotate vi è separazione tra le competenze amministrative, quelle finanziarie e quelle di controllo. Per arrivare alla responsabilità totale bisogna quindi risalire alla direzione generale quando, addirittura, a un consigliere delegato, figura questa che maggiormente si avvicina al CFO di matrice anglosassone. La funzione controllo interno riferisce al Collegio sindacale e all'*audit committee*, ma non al CFO. Solo il collegio sindacale può, in caso di riscontrata irregolarità, proporre la denuncia al Tribunale ex art. 2409 c.c.

A questa nuova figura – il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari (DAF/CFO) – è richiesto oggi di affrontare le questioni strategiche ed operative dell'azienda, egli è al centro di tutti i temi di *governance*, ha un maggior coinvolgimento nell'operatività dell'azienda. Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari (DAF/CFO) si colloca in una posizione strategica tra il presidente e l'amministratore delegato: ecco perché queste tre posizioni rappresentano il team di massimo livello di un'azienda. Alla base della relazione tra queste posizioni c'è l'indipendenza del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari (DAF/CFO).

Agli attori del «controllo», nell'organigramma delle responsabilità così articolato:

- Consiglio di amministrazione;
- presidente;
- amministratore delegato;
- amministratori indipendenti;
- direttore generale;
- dirigenti delegati;

- comitato per il controllo interno/*audit committee*;
- responsabile del controllo interno/responsabile *internal auditing*;
- Collegio sindacale;
- società di revisione che certifica il bilancio e le relazioni semestrali;
- Organismo di vigilanza (legge 231/2001);

si è aggiunto un nuovo soggetto: il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari (DAF/CFO). Il nuovo DAF/CFO è un soggetto indipendente dotato di leve operative, giuridiche e organizzative per aiutare il CEO a trasformare l'azienda e aiutare il CdA a ridare fiducia ai mercati.

Pertanto, si può affermare che la legge sul risparmio costituisce una evoluzione normativa nel segno della progressiva valorizzazione delle competenze distintive dei vari organi, dei sistemi di *reporting* e dell'attuazione di adeguati sistemi organizzativi amministrativi e contabili.

Qualificanti i punti della legge nei quali si richiede un intervento statutario per l'attribuzione di poteri e mezzi per poter svolgere i compiti assegnati affidata al dirigente preposto, così come la responsabilità di certificare l'adeguatezza e l'effettiva applicazione delle procedure aziendali.

Va, peraltro, rilevato che il nostro legislatore, nell'urgenza dell'emanazione della legge sul risparmio, dopo un prolungato periodo di meditazione, forse non ha tenuto nel dovuto conto il modello di *governance* inserito nel nostro attuale ordinamento, non si è occupato, meglio preoccupato, di individuare i requisiti di professionalità necessari della nuova figura e, infine, non ha tenuto conto dell'attuale ruolo e competenze del DAF/CFO nel contesto italiano. Tutto ciò, con la conseguenza che la normativa, così emanata, non valorizza le concrete possibilità del direttore amministrativo e finanziario di svolgere un'azione preventiva, e invece comporta una potenziale deresponsabilizzazione degli organi di vertice a fronte di una eccessiva responsabilizzazione del direttore amministrativo e finanziario (DAF/CFO) e, infine, comporta rischi nell'interpretazione della parola «verità».

In conclusione, permangono ancora diverse questioni da approfondire: quali sono gli adeguati poteri del DAF/CFO e chi li attribuisce? In che rapporto, questi adeguati poteri, si pongono con i poteri degli altri organi di *governance*? La responsabilità penale e civile è estesa al direttore amministrativo e finanziario delle società non quotate? Come si deve interpretare la «verità» del bilancio?

**La responsabilità degli amministratori:  
convergenze tra imprese pubbliche e imprese private.  
Verso uno statuto comune delle responsabilità**

Negli ultimi quindici anni l'incidenza degli assetti proprietari sullo statuto delle società per azioni ha registrato un progressivo *downgrading* del rilievo specifico della natura pubblica o privata della proprietà ai fini della relativa disciplina, specialmente in materia di controlli e di responsabilità.

Era del resto logico che il diritto interno, non senza qualche ombra – per esempio la figura della *golden share*, mai attivata ma sempre incombente, da noi e altrove – venisse adeguandosi alla normativa comunitaria, se non altro per il rango costituzionale che a questa conferisce il Trattato, che prescrive appunto la «neutralità» dell'assetto proprietario.

A partire poi dall'inizio di questo decennio si è venuta proponendo la sostanziale convergenza, in senso giuridico ma ancor prima economico, tra i due statuti: rispettivamente quello della società pubblica e quello della società privata, storicamente ispirati a logiche e finalità essenzialmente diverse. Né è un caso che la locuzione *corporate governance*, sempre più presente nel dibattito attuale, evochi, nel primo e nel secondo termine che la compongono, la confluenza della ragione privata e della ragione pubblica nella logica che guida oggi la vita delle società.

Certo, insieme con la relativa esperienza, le privatizzazioni hanno ormai definitivamente consegnato alla storia la stessa nozione concettualmente autonoma di società pubblica. Per converso però, la disciplina della società azionaria è venuta arricchendosi di contenuti di interesse generale, mano a mano che la ragione pubblica dell'impresa azionaria si richiamava sempre più all'interesse generale, inteso come salvaguardia delle esigenze e quindi del buon funzionamento del sistema nel suo insieme.

Prima degli ultimi quindici anni, il corpo massiccio dell'impresa pubblica, considerata il centro di imputazione degli interessi pubblici nelle vicende della crescita economica e produttiva del paese, oscurava la distinta ragione pubblica della società per azioni.

Ma una volta maturata la consapevolezza che tra interessi pubblici e disciplina dell'impresa pubblica non vi è piena identità, il collegamento tra impresa e interessi generali è emerso nitidamente.

La convergenza fra il regime normativo dell'impresa societaria pubblica e di quella privata, appare frutto di un processo di contaminazione, non nuovo nella teoria dell'impresa: il pensiero va alla concezione istituzionale secondo la quale l'impresa si legittima in forza della rispondenza dello scopo sociale all'interesse generale. Non è un caso che il pensiero di Walther Rathenau, da molti ritenuto il padre dell'istituzionalismo, sia al centro di un animato dibattito teorico tra Guido Rossi, Giulio Tremonti e Pietro Rescigno.

Nell'esperienza italiana, il diritto societario ha adottato per le privatizzazioni degli ultimi anni modelli che riconducono gli interessi in conflitto alla responsabilità pubblica delle società di capitali, secondo una nozione di questa in cui alla tematica della *governance* si trova associata strettamente l'*accountability*, cioè l'essere chiamati a dar conto (*calling to account*) delle scelte compiute a fini di trasparenza. Una finalità dunque di evidenza esterna verso una comunità civile attiva ed informata, in base alla quale ai *governance values* si associa il criterio di dar conto (*accountable*) di fatti, atti e comportamenti attinenti l'impresa.

I capitoli di questo processo sono stati introdotti dapprima dalla riforma del diritto societario del 2003/2004, che ha innovato largamente la materia dei controlli e il sistema delle responsabilità in materia di *governance* nelle società azionarie anche non quotate, che ha imposto agli amministratori di agire in maniera informata, escludendo – in altre parole – la possibilità di porsi al riparo delle deleghe attribuite al CEO o ad altri componenti del CdA.

Il processo di convergenza è confermato e rafforzato dall'obbligo posto alle imprese di costruirsi un proprio sistema di tutela per prevenire reati (d.lgs. 231 del 2001) e dalla specifica responsabilità delle società verso il sistema economico nella materia della disciplina contabile a seguito dell'adeguamento dei bilanci delle società ai principi contabili internazionali (*International Accounting Standards – IAS*).

Il filo rosso individuato da queste osservazioni si ritrova da ultimo nella legge sulla tutela del risparmio (l. n. 262 del 2005) che con tutti i limiti più volte segnalati, introduce novità non trascurabili su un terreno delicato, quello dell'azione di responsabilità, che può ora essere promossa anche per decisione di soli due terzi del collegio sindacale e che, a seguito della relativa delibera e della semplice promozione dell'azione, implica la conseguenza, direttamente sanzionatoria, della revoca e sostituzione nel mandato.

Se a tutto ciò si aggiunge che l'art. 2393 *bis* abilita ora i soci che rappresentino una frazione del capitale sociale, che varia secondo che si tratti di società quotata, non quotata o che faccia ricorso al mercato dei capitali, ad attivare l'azione di responsabilità senza previa delibera assembleare, appare evidente il preciso intento del legislatore di consegnare alle minoranze, anche nel contesto delle società a controllo pubblico, un potente strumento di autotutela.

In altre parole la natura di interesse generale dell'impresa – quale che ne sia il prevalente assetto economico – rinvia a relazioni di dovere verso la comunità che si sostanziano nell'idea di *corporate social responsibility*, che – al di là dello stesso richiamo a un *ethos of management* – è tutt'altro che priva di rilevanza giuridica.

Il filo di questo ragionamento conduce alle vicende in corso relative alla contendibilità di imprese europee, nelle quali è evidente – se le stesse sono condizionate dallo Stato come azionista – che gli assetti proprietari giocano un ruolo determinante sul terreno che è proprio degli assetti proprietari, e non su quello della disciplina legale della società: il terreno cioè degli equilibri e dei conflitti di potere. Qui e ora l'opzione proprietaria pubblica non è utilizzata in antitesi a quella privata, ma vale a copertura di un interesse nazionale che include tanto gli interessi pubblici quanto quelli privati di un dato sistema-paese. Qui e ora si determina la nuova contrapposizione dei nostri tempi: all'antinomia interesse pubblico/interesse privato, si sostituisce quella tra interesse nazionale e interesse europeo.

Il percorso compiuto dagli anni Novanta in poi per il superamento della prima contrapposizione è interamente da riprendere – in condizioni che appaiono altrettanto stringenti, ma in tempi che richiedono più urgenza – per superare la nuova antinomia. Se nel primo processo l'antitesi pubblico/privato si è risolta in uno statuto di interesse generale dell'impresa, nel secondo lo sbocco è la convergenza verso lo statuto di interesse generale dell'impresa europea. Uno statuto – come si è argomentato in un recente convegno nella Università di Roma Tre – per il quale sono state utilizzate in ambito comunitario soluzioni giuridiche occasionali al di fuori di una visione sistematica e la cui definizione invece sarà (dovrà essere) il punto di arrivo di un processo che conduce l'impresa, indipendentemente dagli assetti proprietari, a rispondere alle esigenze di competitività di un'economia globale nella quale la dimensione europea è condizione fondamentale di successo.

## GLI INCONTRI DEL CORPORATE GOVERNANCE FORUM

**Milano, 14 marzo 2005**

### ***La riforma delle banche popolari***

*Alberto Bonaiti*, Presidente Banca Popolare Provinciale Lecchese

*Bruno Di Cosimo*, Presidente Banca Popolare del Frusinate

*Giorgio La Malfa*, Presidente della Commissione Finanze, Camera dei deputati

*Paolo Lamberti*, Presidente Università Carlo Cattaneo – LIUC, Castellanza

*Valter Lazzari*, Professore di Economia degli intermediari finanziari – Università Carlo Cattaneo – LIUC, Castellanza

*Paolo Mottura*, Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari – Università Bocconi

*Roberto Pinza*, Membro della Commissione Finanze, Camera dei Deputati; Tesoriere Arel

*Giuseppe Pirola*, Presidente Pirola Pennuto Zei & Associati

*Matteo Rescigno*, Professore ordinario di Diritto commerciale – Università Cattolica Sacro Cuore

*Filippo Spina*, Vicedirettore generale Federazione Lombarda delle Banche di Credito Cooperativo

*Antonio Taverna*, PricewaterhouseCoopers

*Dario Trevisan*, Avvocato

*Fabrizio Viola*, Direttore generale Banca Popolare di Milano

*Emilio Zanetti*, Presidente Banche Popolari Unite; Presidente Banca Popolare di Bergamo

*Andrea Zoppini*, Professore ordinario di Analisi economica del diritto – Università degli Studi Roma Tre

**Roma, 2 febbraio 2005**

### ***La responsabilità amministrativa delle persone giuridiche nei gruppi di società***

*Giovanni Arnone*, Ministero della Giustizia

*Maurizia Angela Comneno*, Direttore centrale – Responsabile Direzione Affari societari e legali UniCredito Italiano

*Paola Severino Di Benedetto*, Professore ordinario di Diritto penale – Università Luiss Guido Carli  
*Guido Fabiani*, Rettore Università degli Studi Roma Tre  
*Antonio Fiorella*, Professore ordinario di Diritto penale – Università degli Studi Roma Tre  
*Francesco Greco*, Pubblico Ministero  
*Carmine Lamanda*, Direttore generale Capitalia  
*Roberto Pinza*, Membro della Commissione Finanze, Camera dei Deputati; Tesoriere Arel  
*Mario Sarcinelli*, Docente di Economia monetaria – Università degli Studi La Sapienza di Roma  
*Antonio Taverna*, PricewaterhouseCoopers  
*Michele Vietti*, Sottosegretario alla Giustizia  
*Andrea Zoppini*, Professore ordinario di Analisi economica del diritto – Università degli Studi Roma Tre

**Mantova, 1° ottobre 2004**

***Corporate governance, il ruolo degli investitori istituzionali e degli stakeholder finanziari***

*Marco Bongiovanni*, Facoltà di Economia – Università di Modena e Reggio Emilia  
*Guido Cammarano*, Presidente di Assogestioni  
*Maurizio Faroni*, Amministratore delegato della Banca Aletti & C.; Vice Direttore generale del Banco Popolare Verona e Novara  
*Fabio Innocenzi*, Amministratore delegato del Banco Popolare di Verona e Novara  
*Alessandro Lai*, Professore ordinario di Economia aziendale – Università di Verona  
*Giuseppe Menzi*, Direttore generale della Banca Agricola Mantovana  
*Stefano Preda*, Presidente e Amministratore delegato della Banca Esperia; Presidente del Comitato per la corporate governance delle società quotate  
*Ruggero Ruggeri*, Vice Presidente della Commissione Attività Produttive, Camera dei Deputati  
*Sandro Salvati*, Presidente di Alleanza Assicurazioni  
*Giuliano Tagliavini*, Consigliere di Capitalia  
*Antonio Taverna*, PricewaterhouseCoopers  
*Bruno Tosoni*, Presidente del Gruppo Tosoni; Vice Presidente dell'Associazione Industriali di Verona  
*Dario Trevisan*, Avvocato

**Roma, 18 marzo 2004**

***Società e stakeholder: dipendenti e cittadini***

*Guido Fabiani*, Rettore dell'Università degli Studi Roma Tre  
*Enrico Letta*, Responsabile economico della Margherita; Segretario generale dell'Arel  
*Giulio Napolitano*, Professore straordinario di Istituzioni di diritto pubblico – Università della Tuscia  
*Stefano Parisi*, Direttore generale di Confindustria  
*Riccardo Pedrizzi*, Presidente della Commissione Finanze e Tesoro, Senato della Repubblica  
*Roberto Pinza*, Membro della Commissione Finanze, Camera dei Deputati; Tesoriere dell'Arel  
*Alessandro Profumo*, Amministratore delegato di UniCredito Italiano  
*Antonio Taverna*, PricewaterhouseCoopers  
*Luisa Torchia*, Professore ordinario di Diritto amministrativo – Università degli Studi Roma Tre  
*Giustino Trincia*, Vice Segretario generale di Cittadinanzattiva  
*Andrea Zoppini*, Professore ordinario di Analisi economica del Diritto – Università degli Studi Roma Tre

**Ancona, 21 novembre 2003**

***Riforma del diritto societario: opportunità e sfide per le piccole e medie imprese***

*Roberto Barbieri*, Docente di Tecnica professionale, Facoltà di Economia – Università Politecnica delle Marche  
*Vito D'Ambrosio*, Presidente della Regione Marche  
*Carlo Lucarelli*, Presidente di Confindustria Marche  
*Francesco Merloni*, Presidente di Merloni Termosanitari; Vice Presidente dell'Arel  
*Marcello Messori*, Professore ordinario di Economia politica, Facoltà di Economia – Università degli Studi Roma Tor Vergata  
*Massimiliano Nicodemo*, Studio Belluzzi & Associati  
*Marco Pacetti*, Rettore dell'Università Politecnica delle Marche  
*Enzo Pesciarelli*, Preside della Facoltà di Economia – Università Politecnica delle Marche

*Gennaro Pieralisi*, Presidente di Nuova Maip SpA  
*Roberto Pinza*, Membro della Commissione Finanze, Camera dei Deputati; Tesoriere dell'AreI  
*Mario Sarcinelli*, Presidente del Ceradi, Centro di ricerca per il diritto dell'impresa, Università Luiss Guido Carli  
*Bruno Tabacci*, Presidente della Commissione Attività Produttive, Camera dei Deputati  
*Antonio Taverna*, PricewaterhouseCoopers

### **Roma, 14 ottobre 2003**

#### ***Regole e competitività***

*Franco Gallo*, Presidente della Commissione per la Riforma fiscale  
*Enrico Letta*, Segretario generale dell'AreI; Responsabile Economia della Margherita  
*Antonio Maccanico*, Membro della Commissione Affari Costituzionali, Camera dei Deputati  
*Antonino Mirone*, già Presidente della Commissione Riforma del Diritto societario  
*Alessandro Pansa*, Consigliere della Borsa Italiana  
*Roberto Pinza*, Membro della Commissione Finanze, Camera dei Deputati; Tesoriere dell'AreI  
*Renato Rordorf*, Consigliere della Corte di Cassazione  
*Carlo Salvatori*, Presidente di UniCredito Italiano  
*Bruno Tabacci*, Presidente della Commissione Attività Produttive, Camera dei Deputati  
*Antonio Taverna*, PricewaterhouseCoopers  
*Andrea Zoppini*, Componente della Commissione Vietti; Professore ordinario di Istituzioni di diritto privato – Università degli Studi Roma Tre

### **Brescia, 9 giugno 2003**

#### ***Governo d'impresa, bilancio e nuove regole***

*Fabio Bottari*, Chief Executive Officer di Finmatica  
*Victor Massiah*, Direttore generale del Gruppo Banca Lombarda e Piemontese  
*Antonino Mirone*, già Presidente della Commissione Riforma del Diritto societario

*Daniele Molgora*, Sottosegretario all'Economia e alle Finanze  
*Roberto Negri*, Docente di Economia aziendale – Università di  
Brescia  
*Paolo Panteghini*, Docente di Scienza delle Finanze – Università  
di Brescia  
*Roberto Pinza*, Membro della Commissione Finanze, Camera dei  
Deputati; Tesoriere dell'Arel  
*Giuseppe Pirola*, Studio Pirola Pennuto Zei & Associati  
*Michele Polo*, Docente di Economia politica – Università di  
Sassari e IGIER Bocconi  
*Carlo Scarpa*, Direttore del Dipartimento di Scienze economiche  
– Università di Brescia  
*Maria Grazia Speranza*, Preside della Facoltà di Economia – Uni-  
versità di Brescia  
*Antonio Taverna*, PricewaterhouseCoopers  
*Andrea Zoppini*, Componente della Commissione Vietti; Professo-  
re ordinario di Istituzioni di diritto privato – Università degli  
Studi Roma Tre

**Torino, 14 aprile 2003**

***La riforma del diritto societario: prime verifiche***

*Ferruccio Auletta*, Professore associato di Diritto processuale  
civile – Università di Perugia  
*Emilio Balocco*, Responsabile di Consulenza generale, SanPaolo IMI  
*Franco Bonelli*, Professore ordinario di Diritto commerciale –  
Università di Genova  
*Sergio Duca*, PricewaterhouseCoopers  
*Luigi Guidobono Cavalchini Garofoli*, Presidente di UniCredit Pri-  
vate Banking  
*Matteo Mattei Gentili*, Professore ordinario di Economia degli  
intermediari finanziari – Università di Pavia; Presidente di  
Banca Euromobiliare  
*Aldo Milanese*, Presidente dell'Ordine dei Dottori Commerciali-  
sti, Torino  
*Paolo Montalenti*, Professore ordinario di Diritto commerciale –  
Università di Torino  
*Roberto Pinza*, Membro della Commissione Finanze, Camera dei  
Deputati; Tesoriere dell'Arel  
*Giuseppe Pirola*, Presidente dello Studio Pirola Pennuto Zei &  
Associati

*Stefano Preda*, Presidente della Banca Esperia; Presidente del Comitato per la corporate governance delle società quotate  
*Michele Vietti*, Sottosegretario alla Giustizia  
*Gabriele Villa*, Professore associato di Economia aziendale – Università Cattolica di Milano  
*Andrea Zoppini*, Componente della Commissione Vietti; Professore ordinario di Istituzioni di diritto privato – Università degli Studi Roma Tre

### **Milano, 24 febbraio 2003**

#### ***Le imprese e la riforma del diritto societario***

*Enzo Berlanda*, Presidente del Gestore del Mercato elettrico; già Presidente della Consob  
*Enzo Cardi*, Professore ordinario di Diritto pubblico dell'economia – Università degli Studi Roma Tre; Presidente delle Poste Italiane  
*Alberto Falck*, Presidente della Falck; Presidente dell'Associazione Italiana Aziende Familiari  
*Maurizio Faroni*, Vice Direttore generale del Banco Popolare Verona e Novara; Amministratore delegato della Banca Aletti & C.  
*Franco A. Grassini*, Professore di Economia industriale, Università Luiss Guido Carli  
*Valter Lazzari*, Professore di Economia degli intermediari finanziari – Università Carlo Cattaneo – Liuc di Castellanza; Università Bocconi di Milano  
*Matteo Mattei Gentili*, Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari – Università di Pavia; Presidente di Banca Euromobiliare  
*Nicolò Nefri*, Presidente di RCS Libri  
*Roberto Pinza*, Membro della Commissione Finanze, Camera dei Deputati; Tesoriere dell'Arel  
*Giuseppe Pirola*, Presidente Studio Pirola Pennuto Zei & Associati  
*Dario Trevisan*, Avvocato  
*Michele Vietti*, Sottosegretario alla Giustizia  
*Roberto Zei*, Studio Pirola Pennuto Zei & Associati

### **Roma, 5 luglio 2002**

#### ***La corporate governance tra interessi e valori***

*Enzo Cardi*, Professore ordinario di Diritto pubblico dell'economia – Università degli Studi Roma Tre; Presidente delle Poste Italiane

*David Devlin*, Vice Presidente della FEE (Federazione Esperti Contabili Europei)  
*James R. Doty*, Partner dello Studio Legale Baker Botts, Washington  
*Francesco Favotto*, Preside della Facoltà di Economia – Università di Padova  
*Giampaolo Galli*, Chief Economist di Confindustria  
*Gianfranco Imperatori*, Presidente dell'Associazione Civita  
*Alessandro Profumo*, Amministratore delegato di UniCredito Italiano

**Milano, 17 giugno 2002**

***Il controllo indipendente nelle società: amministratori non esecutivi, sindaci, revisori***

*Emilio Balocco*, Responsabile di Consulenza generale SanPaolo IMI  
*Lorenzo Caprio*, Professore ordinario di Finanza aziendale, Facoltà di Economia – Università Cattolica di Milano  
*Mario Cattaneo*, Professore ordinario di Finanza aziendale, Facoltà di Economia – Università Cattolica di Milano  
*Alberto Falck*, Presidente della Falck  
*Maurizio Faroni*, Vice Direttore generale del Banco Popolare Verona e Novara; Amministratore delegato della Banca Aletti & C.  
*Franzo Grande Stevens*, Vice Presidente della Fiat  
*Franco A. Grassini*, Professore di Economia industriale, Università Luiss Guido Carli  
*Giorgio La Malfa*, Presidente della Commissione Finanze, Camera dei Deputati  
*Valter Lazzari*, Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari – Università Bocconi di Milano  
*Matteo Mattei Gentili*, Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari – Università di Pavia; Presidente della Banca Euromobiliare  
*Raffaele Nobili*, Avvocato  
*Roberto Pinza*, Membro della Commissione Finanze, Camera dei Deputati; Tesoriere dell'Arel  
*Stefano Preda*, Presidente e Amministratore delegato della Banca Esperia; Presidente del Comitato per la corporate governance delle società quotate  
*Roberto Rordorf*, Consigliere della Corte di Cassazione  
*Cristina Rossello*, Avvocato  
*Sandro Salvati*, Presidente di Alleanza Assicurazioni

**Verona, 27 maggio 2002**

***Le imprese e la riforma del diritto societario***

*Nicola Sartor*, Pro-Rettore dell'Università di Verona  
*Bettina Campedelli*, Professore ordinario di Economia aziendale –  
Università di Verona  
*Andreas Deumeland*, Amministratore delegato di Autogerma  
*Carlo Fratta Pasini*, Presidente del Banco Popolare di Verona e  
Novara  
*Alessandro Lai*, Professore straordinario di Economia aziendale –  
Università di Verona  
*Stefano Micossi*, Direttore generale di Assonime  
*Antonino Mirone*, già Presidente della Commissione riforma del  
diritto societario  
*Roberto Pinza*, Membro della Commissione Finanze, Camera dei  
Deputati; Tesoriere dell'Arel  
*Angelo Tantazzi*, Presidente della Borsa Italiana  
*Michele Vietti*, Sottosegretario alla Giustizia

**Padova, 15 aprile 2002**

***La riforma delle Autorità indipendenti: la tutela del cittadino***

*Francesco Favotto*, Preside della Facoltà di Economia – Universi-  
tà di Padova  
*Enrico Letta*, già Ministro dell'Industria, Commercio, Artigianato  
e Commercio Estero  
*Gilberto Muraro*, Professore di Scienza delle Finanze dell'Univer-  
sità di Padova; Presidente del Comitato per la vigilanza sul-  
l'uso delle risorse idriche  
*Roberto Napoletano*, Vice Direttore de «Il Sole 24 Ore»  
*Antonio Pilati*, Commissario dell'Autorità per le Garanzie nelle  
Comunicazioni  
*Pippo Ranci*, Presidente dell'Autorità per l'Energia elettrica e per  
il Gas  
*Bruno Tabacci*, Presidente della Commissione Attività Produt-  
tive, Camera dei Deputati

**Padova, 20 novembre 2001**

***Shareholder e stakeholder: interessi e valori reputazionali***

*Enzo Cardi*, Presidente delle Poste Italiane

*Giorgio Cirila*, Amministratore delegato di Interbanca

*Francesco Favotto*, Preside della Facoltà di Economia – Università di Padova

*Alessandro Profumo*, Amministratore delegato di UniCredito Italiano

**Roma, 25 ottobre 2000**

***La qualità della corporate governance***

*Enrico Letta*, Ministro dell'Industria, Commercio, Artigianato e Commercio Estero

*Stefano Preda*, Presidente del Comitato per la corporate governance delle società quotate

*Renato Rordorf*, Commissario della Consob

*Sandro Salvati*, Presidente di Alleanza Assicurazioni

**Milano, 28 giugno 1999**

***La corporate governance per le fondazioni bancarie e per i soggetti che svolgono attività con finalità sociali no-profit***

*Nino Andreatta*, Presidente dell'Arel

*Roberto Pinza*, Sottosegretario di Stato Ministero del Tesoro; Tesoriere dell'Arel

**Roma, 21 giugno 1999**

***Una corporate governance per l'impresa italiana in Europa***

*Luigi Abete*, Presidente della Banca Nazionale del Lavoro

*Mario Baldassarri*, Professore ordinario di Economia politica, Facoltà di Economia – Università degli Studi di Roma La Sapienza

*Emmanuele Emanuele*, Presidente della Fondazione Cassa di Risparmio di Roma

*Enrico Letta*, Ministro dell'Industria, Commercio, Artigianato e Commercio Estero

*Renato Rordorf*, Commissario della Consob

*Sandro Salvati*, Presidente di Alleanza Assicurazioni

*Mario Sarcinelli*, Presidente del Ceradi, Centro di ricerca per il diritto dell'impresa – Università Luiss Guido Carli

**Milano, 24 settembre 1998**

***Corporate governance e competitività***

*Reginald Bartholomew*, già Ambasciatore USA in Italia

*Mario Draghi*, Direttore generale del Ministero del Tesoro

*Stefano Rainer Masera*, Amministratore delegato e Direttore generale di SanPaolo Imi

*Marco Onado*, Commissario della Consob

*Stefano Preda*, Presidente della Borsa Italiana

*Alessandro Profumo*, Amministratore delegato di UniCredito Italiano

*Jacques Putzeys*, Presidente di Easdaq European Association of Securities Dealers Automated Quotation

*Luis Ramallo*, Vice Presidente della Comisión Nacional del Mercado de Valores

*Massimo Russo*, Consigliere speciale del Direttore generale di International Monetary Fund

**Roma, 12 giugno 1997**

***Presentazione indagine «Lineamenti di Corporate Governance e CoSO Report»***

*Innocenzo Cipolletta*, Direttore generale della Confindustria

*Giuseppe De Rita*, Presidente del CNEL

*Alfonso Desiata*, Presidente dell'ANIA

*Mario Draghi*, Direttore generale del Ministero del Tesoro

*Tommaso Padoa Schioppa*, Presidente della Consob

*Alberto Pera*, Segretario generale dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato

*Giuseppe Zadra*, Direttore generale dell'ABI