

ANTONIO TAVERNA

PricewaterhouseCoopers

Ringrazio tutti Voi per aver accolto l'invito a partecipare alla Tavola Rotonda «*Corporate Governance, il ruolo degli investitori istituzionali e degli stakeholder finanziari*».

La presenza di illustri partecipanti, che per la prima volta intervengono ai nostri incontri, conferma la validità della scelta di aver organizzato la Tavola Rotonda in questa splendida cornice di Palazzo Te.

Prima di dar inizio al dibattito, vorrei spendere due parole per illustrare l'attività del *Corporate Governance Forum*.

La nostra iniziativa nasce tra la fine del 1995 e l'inizio del 1996 con l'idea di proporre temi, come la *Corporate Governance* e la *best practice* dei sistemi di controllo interno, per accrescere l'appetibilità delle società italiane per gli investitori stranieri.

Il libro che avete davanti a voi, assieme agli atti dell'ultima Tavola Rotonda di Roma, è la terza edizione dell'Addendum italiano al COSO Report, una guida al controllo interno curata da un Comitato di autorevoli personalità del mondo economico statunitense; esso è citato ancor oggi come riferimento di *best practice* dalla PCAOB (il nuovo organismo di supervisione delle società di revisione) nell'emanazione delle regole di applicazione del Sarbanes Oxley Act del 2002. A sottolineare l'importanza del lavoro è da segnalare che nei giorni scorsi è stato presentato a New York un ulteriore lavoro del Comitato «Enterprise Risk Management-Integrated Framework», già indicato come COSO II. Il nuovo lavoro pone la sua attenzione alla più ampia materia del *risk management* di impresa, ampliando le aree di focalizzazione degli aspetti, quali le strategie aziendali.

Veniamo all'argomento della serata. Dopo esserci occupati nell'ultima Tavola Rotonda di Roma di due categorie di *stakeholder* che hanno un forte rilievo sociale: dipendenti e cittadini, l'argomento di questa sera riguarda altri *stakeholder*: investitori istituzionali e operatori finanziari. Il tema è di notevole interesse, in particolare per quelle situazioni di conflitto di interesse che attualmente occupa anche il dibattito parlamentare nella riforma del risparmio al riguardo del controllo delle banche sugli *asset managers*.

L'argomento è complesso e delicato e pone in discussione il ruolo dei grandi gruppi bancari che si trovano a rivestire i ruoli di erogatori del credito, ideatori e collocatori di prodotti finanziari *corporate*, investitori ecc. D'altro canto, si richiede un ruolo attivo

ai gestori di fondi soprattutto per quanto riguarda l'influenza che essi possono esercitare sugli Amministratori. Proprio nelle ultime settimane la SEC ha organizzato un dibattito di notevole spessore per identificare gli strumenti idonei a dare ai fondi la possibilità di nominare Amministratori indipendenti.

Ho chiesto al dottor Fabio Innocenzi, Amministratore Delegato del Banco Popolare di Verona e Novara, che ringrazio per aver accettato di intervenire, di fornirci alcuni spunti per il dibattito. Il dottor Innocenzi è particolarmente qualificato a parlare di questi temi potendo portare, oltre alla sua esperienza di Amministratore di una grande banca, anche quella di aver guidato importanti società di *asset management* a Dublino e Boston, operatore quindi sui più evoluti mercati finanziari.

Cedo la parola al dottor Innocenzi.

FABIO INNOCENZI

Amministratore Delegato del Banco Popolare di Verona e Novara

Quest'oggi tenterò di portare un po' di esperienza vissuta a proposito di *Corporate Governance* e tenterò di descrivere il ruolo degli investitori istituzionali nella *Corporate Governance* in altri paesi.

Devo premettere che le mie osservazioni non avranno un approccio normativo perché non sono un giurista, ma avranno un approccio manageriale, e non desidero parlare delle «patologie» che magari emergeranno durante la discussione (Enron, Parmalat), ma desidero invece toccare i punti dello sviluppo fisiologico, del buon governo aziendale, del ruolo degli investitori istituzionali.

Metto subito sul tavolo tre prese di posizione che non ho il tempo di trattare in modo approfondito:

1) il principio – da molti esposto (penso al Codice Preda) – relativo al ruolo degli Amministratori non esecutivi che «*per numero e autorevolezza devono avere un peso significativo nella decisioni del Consiglio*», su cui sono assolutamente d'accordo. Come Amministratore esecutivo, ritengo che questo sia un passo molto importante.

2) La diversità del ruolo degli Amministratori indipendenti, rispetto a quello più ampio degli Amministratori non esecutivi che li comprendono ma non li completano.

3) La gestione delle informazioni riservate che, a mio parere, costituisce una delle anomalie in Italia, quantomeno nei

dati statistici dell'ipotesi di cattivo utilizzo di informazioni riservate rispetto ad altri Paesi, in particolare gli Stati Uniti. Queste sono le tre affermazioni di principio che non ho il tempo di trattare.

Sui controlli affermo che non esiste alcuna conferma sul fatto che tra il numero dei livelli di controllo e l'efficacia dei controlli ci sia una correlazione positiva. Sono molto preoccupato dei controlli su sette o otto livelli, perché molto spesso, quando ci sono tanti livelli di responsabilizzazione, con intersezioni tra gli insiemi e quindi con delle competenze sovrapposte, emerge il rischio per cui si pensa che sia un altro a fare i controlli. Quindi l'efficacia di controllo deve richiedere quanto più possibile la minimizzazione delle duplicazioni.

Vengo ora invece ai temi che desidero toccare per la discussione.

Il ruolo degli investitori istituzionali. Essendo stato dalla parte dell'investitore istituzionale italiano, americano, in vari Paesi, mi sento abbastanza a disagio con le prese di posizione critiche nei confronti degli investitori istituzionali che vengono definiti assenti rispetto a quelli che sono gli obiettivi dell'investimento. Una prima distinzione importante da fare, applicata poco in Italia ma molto negli Stati Uniti, è tra gli investitori istituzionali attivi (i gestori attivi) e quelli passivi. Per meglio chiarire tali definizioni: «attivo» è colui che sceglie i titoli da comperare; «passivo» è colui che compera in proporzione tutti i titoli all'interno di un mercato quotato, quindi di un indice di Borsa. L'investitore passivo ha il dovere di votare con «le mani»; l'investitore attivo è libero di votare con «le mani» o con i «piedi». L'investitore passivo infatti, essendo costretto a tenere un titolo in portafoglio (investendo nella Borsa italiana è costretto a prendersi ad esempio il Banco popolare di Verona e Novara), ha il dovere di andare da tutte le altre società (40 titoli dell'indice) e fare fino in fondo il suo dovere, essendo presente in Assemblea e trattando i temi che gli sono cari. Infatti, poiché vincola il suo cliente che sottoscrive nel suo fondo ad avere quel titolo, ed essendo lui passivo, ha il dovere di rappresentare il cliente. C'è il dubbio che l'investitore passivo sia anche legittimato ad essere presente nei Consigli di Amministrazione se il suo peso è tale da poter essere il rappresentante delle minoranze nei Consigli. Deve quindi votare con la mano.

Discorso completamente diverso per il ruolo istituzionale dell'investitore attivo. Questi ha innanzitutto la possibilità di votare

con «i piedi», cioè può comperare e vendere il titolo, fare ciò che vuole. Soltanto se decidesse di scegliere di non votare con «i piedi», potrebbe decidere di votare con «le mani» in Assemblea, ma mai con una presenza diretta nei Consigli di Amministrazione. Questo perché, essendo per definizione l'investitore istituzionale una minoranza libera di uscire, entrare nel Consiglio di Amministrazione significherebbe essere vincolato ad un comportamento meno libero nei confronti dei suoi sottoscrittori, rischiando di non fare più l'interesse degli stessi.

Il mio disagio nei confronti di chi critica il comportamento degli investitori istituzionali attivi si manifesta quando ci si dimentica che essi esercitano l'attivismo nella gestione dei titoli, mentre non sono tenuti a farlo nella *governance* della società.

Una seconda riflessione riguarda il gruppo verso le singole società. Si tratta di un tema su cui nessuno si cimenta a livello normativo; il diritto societario «ha girato al largo», così come i codici di regolamentazione o di autoregolamentazione. Ma è invece un tema dirompente nel governo dei gruppi, perché esiste un principio strategico di gruppo (quello dell'unità di indirizzo) che si contrappone a quello secondo il quale i Consigli di Amministrazione delle singole società hanno la responsabilità delle strategie delle società medesime. Questi due approcci sono conflittuali. Questi conflitti vanno via via accentuandosi: ad esempio dal punto di vista fiscale, il consolidato fiscale toglie una serie di responsabilità proprie delle società e dei loro Consigli di Amministrazione, portandole in capo al gruppo. Sono responsabilità di base che non potrebbero essere tolte dalle società, visti i compiti di un Consiglio di Amministrazione.

Ma ci sono altri esempi di incoerenza tra l'esistenza del gruppo con i suoi obblighi e gli obblighi di un Consiglio di Amministrazione: la contraddizione esplode quando all'interno del gruppo ci sono più società quotate, perché alle responsabilità dei singoli Amministratori di società si aggiungono quelle nei confronti del mercato. È un problema importante.

L'ultimo punto che desidero affrontare è la remunerazione degli Amministratori e soprattutto del management di vertice delle aziende. Non sono d'accordo con la demonizzazione relativa a tutti i sistemi di remunerazione del management basati sul valore: il caso tipico è quello delle *stock options*, ma più in generale, qualsiasi assegnazione ai managers di obiettivi che abbiano a che fare con le azioni o con il valore della società. C'è una tesi forte dietro questa affermazione, quella secondo cui laddove

un manager abbia capacità di influenzare il valore delle *stock options* o il valore delle azioni o la capitalizzazione della società (si tratta sempre della stessa cosa, cioè il prezzo di Borsa delle azioni), potrebbe destabilizzare la società. L'alternativa al prezzo delle azioni (che non è altro che il valore attuale delle future ipotesi di reddito di quella azienda), è un'alternativa di vecchio stampo, in cui non si premia più il manager in funzione della possibilità di dar valore oggi alle azioni, ma lo si premia in funzione del valore che è in grado di creare oggi, indipendentemente da ciò che succederà domani.

Io trovo estremamente pericoloso per la salute delle aziende, che si passi da un principio di valore creato nel tempo a un principio che riduce invece l'interesse di ciò che fanno i managers ai loro risultati fatti nel trimestre o nell'anno.

Su questo argomento, la proposta per questa Tavola Rotonda è di tenere la focalizzazione sul valore che si può creare nel tempo e non sul valore che si crea oggi, sul risultato cioè dell'anno. Bisogna ovviamente controllare, impostare le cose in modo tale da evitare che il manager crei un valore virtuale oggi contro gli interessi degli azionisti. Evitare però anche che un comportamento doloso di alcuni si trasformi nella scelta di ridurre l'orizzonte di riferimento per i managers. Deve essere evitato per il bene dell'azienda e dei suoi azionisti di lungo termine.

ANTONIO TAVERNA

Fabio Innocenzi ha delineato una serie di osservazioni ed opinioni molto stimolanti per il dibattito, sia per quanto riguarda il tema più ampio degli organi di *governance*, sia per quanto riguarda gli aspetti specifici del ruolo degli investitori istituzionali e anche per quanto concerne la problematica dei gruppi societari.

Ora Sandro Salvati ci darà ulteriori spunti di discussione portando la sua esperienza di Presidente ed Amministratore della più importante Compagnia di assicurazione-vita del Paese.

Sandro Salvati ci parlerà dei fondi pensioni che dovrebbero essere finalmente attori del panorama finanziario italiano e non mancherà di darci la sua opinione sugli Amministratori indipendenti, argomento che per ragioni di tempo non ha potuto trattare nella Tavola Rotonda che abbiamo organizzato a Roma a Palazzo Barberini prima dello scorso Natale.

SANDRO SALVATI

Presidente di Alleanza Assicurazioni

Grazie dell'invito che ho accettato molto volentieri.

Il compito che il dottor Taverna mi ha assegnato è di parlare dei fondi pensione in quanto *shareholder* e *stakeholder* molto particolari e poi di spendere qualche riflessione sui Consiglieri indipendenti.

Evitando di annoiarvi con troppi tecnicismi, inizio dai fondi pensione, problema immanente in Italia.

Infatti da decenni invociamo il loro pieno decollo, perché tutti attribuiamo loro due capacità quasi taumaturgiche: attirare un certo tipo di flussi di risparmio e convogliarli verso forme di investimento «virtuose», esercitando in parallelo un ruolo di presidio e di *moral suasion* nel settore finanziario.

Sta di fatto che ancora oggi i fondi non hanno raggiunto lo sviluppo necessario per problemi del Paese.

Lasciatemi premettere una cosa: ho spesso il sospetto che proprio di fronte a problemi complessi, corriamo il rischio di essere troppo autoreferenziali. Vale a dire che nel momento in cui si pensa ad un problema, gli esperti finanziari vedono la soluzione del problema in chiave finanziaria; se ci sono i giuristi, vedono il problema in chiave giuridica, etc.

La conclusione, in una battuta, è un approccio a problemi complessi attraverso «*soluzioni a pezzi*». Faccio un esempio: oggi si sta dicendo, in modo un po' troppo semplicistico, che finalmente i fondi pensione nel sistema-Italia possono decollare perché c'è il trasferimento del TFR con il meccanismo del silenzio-assenso. Questo denota la mancanza di una visione di sintesi, cioè la capacità di capire il comportamento di tutti gli attori e in specie dei risparmiatori attraverso chiavi complesse.

Ad esempio l'adesione ai fondi è indotta sì da norme, ma molto, molto di più dalla sensibilità e dalla consapevolezza che sono – prima di tutto – elementi «culturali» per sviluppare i quali occorre una profonda opera di *education* da parte del sistema.

C'è poi una specie di paradosso: si dice infatti che ci vogliono i fondi pensione perché contribuiranno a raccogliere liquidità ed a indirizzarla verso forme di allocazione precisa, e in questo senso possono poi intervenire come *shareholder* o come *stakeholder* nei confronti della gestione delle aziende.

Ma per recitare questo importante ruolo, occorre una massa critica, occorre che il sistema-Paese si indirizzi potentemente verso i fondi pensione. Ma sappiamo tutti che questo non avvie-

ne: i fondi pensione ci sono già, alcuni avevano avuto un buono sviluppo. Ma siamo ben lontani da quel peso specifico che può portarli a comprendere e poi ad esercitare quel ruolo già emerso nell'intervento di Innocenzi.

Ancora una volta perché ciò avvenga occorre un mutamento quasi antropologico: non possiamo dimenticare che stiamo parlando di un sistema-Paese, l'Italia, in cui emerge da ricerche demoscopiche che la maggioranza dei cittadini pensa che uno dei problemi più gravi è quello della previdenza pubblica; ma quando viene fatta la domanda di controllo: «*chi deve risolvere questo problema?*» gli italiani rispondono che deve essere lo Stato. C'è un evidente paradosso «culturale»: si individua il problema nello Stato, ma chi deve farsene carico è ... lo Stato.

Occorre quindi essere molto pragmatici circa l'auspicato *start* dei fondi pensione una volta definiti i regolamenti attuativi.

I mutamenti nell'orientamento dei risparmiatori devono essere indotti da una accresciuta consapevolezza e questa da una forte e continua opera di informazione chiara e decisa.

Sempre a proposito del risparmiatore, nell'ultima statistica fatta nel mese di settembre risultano circa 1000 miliardi depositati in liquidità: pronti contro termine, conti correnti bancari, conti correnti postali. Questa è una cosa di cui si parla, a tratti, ma che può avere degli effetti molto importanti in un sistema come quello italiano che vedeva un risparmiatore con orizzonti temporali lunghissimi. Ecco perché sostengo che anche attraverso il meccanismo dei fondi pensione, può e deve essere fatta un'azione da sistema-Paese per sbloccare questa enorme liquidità e farla confluire nei fondi pensione per dare loro massa critica.

Un secondo e veloce momento di riflessione è il ruolo dei fondi pensione verso la *governance* delle imprese.

Occorre, *in primis*, prendere atto positivamente che alcune cose nel Paese stanno cambiando, magari per merito di una serie di cose che sembrano piccole ma danno un segno nelle aziende a gestione «virtuosa». Parlo ad esempio delle applicazioni del codice Preda: recenti statistiche affermano che i Consiglieri indipendenti sono aumentati. L'intervento di Assogestioni è stato significativo. Esiste una dinamica evolutiva.

Per quanto riguarda i fondi pensione, credo sia utile affrontare – sulle esperienze più avanzate di altri Paesi – le due tematiche dell'*exit* e del *voice*. Da un lato non possiamo pensare di avere subito un fondo pensione come il *Calpers*, che ha dimensioni colossali raggiunte in una cultura di risparmio (sotto il profilo finanziario e sociale) completamente diversa.

Dall'altro c'è però da augurarsi che prenda piede il comportamento di *Calpers* che sappiamo usa sia l'approccio *exit* che quello *voice*. Anzi soprattutto *voice*: il CEO di *Calpers* ha frequenti contatti con i managers delle aziende dove il fondo investe, ed esprime proposte e suggerimenti di gestione.

Questa cultura dovrebbe – magari con il tempo – affermarsi anche in Italia; lascerebbe il segno.

Il sistema dei fondi pensione potrebbe adempiere ai fini «virtuosi» che gli riconosciamo: ha orizzonti di medio e lungo termine, ha una gestione che raramente è liquida, non estremizza scelte speculative. E da ultimo potrebbe farsi carico di andare anche verso il capitale di rischio.

Torno per un attimo sul tema cruciale della informativa ed *education* del risparmiatore: non mi pare di aver visto grande consapevolezza presso le istituzioni a proposito del fatto che nel Paese, quando si parla di previdenza integrativa, il 57% degli italiani ignora che c'è stata una riforma Dini. Ignora cioè che funziona già il sistema «contributivo». Il guaio è che purtroppo molti rischiano di scoprirlo solo quando andranno in pensione.

Non c'è bisogno di pensare a cose trascendentali; ad esempio si può agire sulla comunicazione. In Svezia ogni anno il ministero invia ad ogni cittadino una lettera nella quale lo informa sulla sua situazione previdenziale con semplici esempi sul suo reddito. Se il cittadino scopre di avere un *gap* è sollecitato ad andare presso un fondo pensione, una compagnia di assicurazione, un fondo aziendale.

Infine, desidero esprimere alcune mie riflessioni sul tema dei membri non esecutivi e dei membri indipendenti del Consiglio.

È semplicistico, e non solo a mio parere, ridurre il problema degli scandali finanziari all'adozione di misure come quella del numero dei Consiglieri indipendenti. A me pare che il tema sia molto più complesso. Innanzitutto non va dimenticato che certe patologie emergono di più in momenti di euforia finanziaria. Ma allora chi riesce ad essere «indipendente» quando l'unica missione aziendale sembra essere (com'è successo) quella di far salire incessantemente il titolo in Borsa?.

Un altro aspetto da sottolineare è che in ogni modello di impresa ci sono argomenti, strategie, tecnicismi talmente complessi che, anche presentati bene in un Consiglio di Amministrazione, sono difficili da afferrare in quel momento.

Mi pare tanto più concreto pensare a ciò, perché siamo alla vigilia dei cambiamenti che avranno un impatto fortissimo per molte aziende, soprattutto per banche e assicurazioni. Penso a

Basilea 2 e agli IAS. Proviamo quindi ad immaginare quali capacità di analisi, di intervento, di protagonismo attivo dovrebbe avere un Consigliere indipendente in una realtà che sarà molto difficile da rappresentare, capire e diffondere.

Realisticamente io credo che un Consigliere sia indipendente, manifesti appieno il suo ruolo più in termini di un'azione metodologica che non contenutistica. Vale a dire che deve cercare di capire se ciò che gli viene illustrato, ad esempio in termini di strategia dell'impresa, abbia fatto parte di un corretto processo di management.

Insomma, nei pochi minuti a mia disposizione, mi sono sembrati questi, alcuni spunti sui quali si possono fare approfondimenti.

GUIDO CAMMARANO

Presidente di Assogestioni

Questi dibattiti che la PricewaterhouseCoopers sta portando avanti con personalità di grande livello, servono proprio a creare la cultura cui faceva riferimento prima Sandro Salvati. Sono infatti convinto che il nostro sistema, dopo tutte queste numerose proposte legislative fatte nell'ultimo anno e mezzo, ed ora ferme, vada considerato per quello che è, e non per quello che si vorrebbe che fosse. Non si tratta più di una legislazione (come molti di noi hanno imparato sui libri di testo) con un Parlamento che rappresentava un'unica classe, quella borghese, si tratta di un sistema nel quale i legislatori attuali hanno varie e diverse provenienze sociali.

Ci troviamo di fronte ad un diritto positivo contrattuale. Ogni legge di fatto è il risultato di una contrattazione. Nel nostro sistema esistono delle tradizioni legislative, come quella che riguarda il sistema finanziario, che in parte sono state costituzionalizzate, delle quali occorre tenere conto e che fanno parte integrante di quella cultura e che possono derivare solo dai comportamenti e dai convincimenti che gli attori del mercato – di fatto i grandi protagonisti del sistema finanziario (tra questi inserisco i fondi comuni, nemmeno i fondi pensione) – devono portare avanti perché si rendono conto delle esigenze del sistema.

Questo tipo di discussioni serve a creare questa coscienza, questa cultura. Se pensiamo a come si ragionava prima del codice Preda, in termini di Amministratori indipendenti e come si ragiona oggi, sono stati fatti passi da gigante attraverso un'elabo-

razione culturale fatta dal basso. In effetti la legislazione si è bloccata, perché i grandi protagonisti del sistema finanziario si sono opposti alle nuove proposte legislative.

In questo tipo di legislazione, in cui occorre modificare una serie di fattori condizionanti, dobbiamo tenere presente e stimolare anche l'azione degli organi di vigilanza (compresa la Consob), perché è proprio la loro azione che può modificare dall'interno e introdurre direttamente regole comportamentali per i soggetti vigilati che recepiscono le esigenze del mercato. In un certo senso oggi Guido Rossi riconosce (in un articolo sul Corriere della Sera) che alcuni regolamenti della Consob hanno fatto dei grossi progressi. Il problema non è tanto di importare il paradigma americano (anche se deve crescere la tutela delle minoranze), ma si deve fare in modo di accrescere la tutela delle minoranze solo nei limiti in cui si diffonde una cultura sui comportamenti e sulla tutela, come in parte è stato fatto e che questo passi attraverso il lavoro delle Autorità di controllo. Se osserviamo attentamente anche la Consob, vediamo che ha stentato parecchio per riuscire ad affermare una serie di regole in quanto la realtà non lo consentiva. Anche il discorso sul potenziamento della Consob risente di questo problema.

Io chiedo dunque di esaminare attentamente quello che è stato detto stasera e che PriceWaterhouse sta portando avanti come compito istituzionale, senza guardare i modelli di oltre oceano, guardando invece la realtà italiana, cercando di capire cosa può essere migliorato, senza aspettare l'intervento taumaturgico dei fondi pensione, né tantomeno aspettarsi qualcosa dagli investitori istituzionali italiani, cioè dai fondi comuni di investimento.

Bisogna insomma fare in modo che emergano delle esigenze per cui, ad esempio, nell'ambito dei gruppi, l'autonomia delle società venga accresciuta e quindi si può immaginare che questo per l'investitore istituzionale significa acquisire un altro tipo di strategia gestionale nell'ambito dello stesso sistema finanziario. Poi sulla base di tutto ciò, occorre fare un cammino che sale dal basso fino ad arrivare al legislatore per fargli accogliere e codificare quelle esigenze, come in un certo senso si è fatto, pur con tutti i limiti, con il Testo Unico della Finanza.

Questo, a mio avviso, è il modo con cui la *Corporate Governance* e gli investitori istituzionali e anche gli *stakeholder* finanziari possono agire. Anche lo stesso rapporto degli *stakeholder* finanziari nei confronti delle imprese e delle Autorità può far crescere questa cultura della *Corporate Governance* che eviti la sottrazione agli azionisti del valore della società.

DARIO TREVISAN

Avvocato

Vi ringrazio per l'invito e, avendo già partecipato ad alcune di queste Tavole Rotonde, sono anch'io d'accordo sul fatto che esse sono utili proprio a creare quella nuova cultura di cui la nostra comunità finanziaria ha bisogno.

Giorni fa, mentre mi trovavo a Boston, ero a colloquio privato con alcuni investitori istituzionali americani che trattavano proprio il tema dell'indipendenza dei Consiglieri. Ciò che ho potuto notare è che, sulla *Corporate Governance* e sui problemi ad essa correlati, corre negli Stati Uniti e verso le stesse società americane, la stessa critica ed ironia che si riscontra talvolta in Italia quando si parla di questo argomento.

Vorrei ricollegarmi alle osservazioni fatte quest'oggi in relazione al ruolo che dovrebbero rivestire gli investitori istituzionali. Sono d'accordo che non è necessariamente il comportamento attivo dell'investitore a determinare la migliore condizione di efficacia per il monitoraggio della *Corporate Governance* di una emittente, così come, in parallelo, non è la sussistenza di un Amministratore indipendente a rendere migliore il comportamento di un Consiglio di amministrazione.

Rispetto al primo elemento vorrei effettuare una precisazione, ricollegandomi a quanto detto sui fondi pensione. In realtà, più che una distinzione tra fondi che investono sugli indici rispetto a fondi che investono liberamente, vorrei sottolineare una distinzione legata alla natura e alla struttura del fondo. Ad esempio negli Stati Uniti i fondi più attivi in materia di *Corporate Governance* sono i fondi pensione. Se prendiamo le prime dieci istituzioni finanziarie attive, al top dell'attività di monitoraggio della *Corporate Governance* delle emittenti americane vi sono i fondi pensione. Viceversa i c.d. fondi comuni statunitensi, hanno un ruolo meno attivo, per un fatto fisiologico: si tratta in effetti di scelte di investimento legate a parametri diversi rispetto a quelli di lungo periodo dei fondi pensione (e ciò indipendentemente dalla sussistenza di investimenti in indici), di una diversa tipologia di rapporto e di autonomia tra il fondo ed i propri sottoscrittori rispetto a quella tra il fondo pensione ed i propri contribuenti, di un problema di controllo del fondo stesso legato o meno ad istituzioni finanziarie che operano sul mercato. Questa differenza in origine incide sulla politica di *Corporate Governance* del fondo forse in misura più rilevante rispetto a quella che deriva dalla tipologia di investimento. In questo senso trovo quindi corretto dare la scelta

discrezionale al fondo di decidere se porre o meno in essere una politica di *Corporate Governance* senza alcuno schema preconcepito, pur sottolineando poi che tale politica venga resa esplicita nel sistema di controllo in cui il fondo è inserito.

Partendo allora da questo dato, è importante sottolineare che nell'ambito di tale discrezionalità di scelta, c'è una presa di coscienza (in Assogestioni i fondi stanno sviluppando delle politiche in tal senso) del problema e della necessità di contribuire allo sviluppo ed al miglioramento della *Corporate Governance*, anche attraverso l'espressione del voto come elemento (tra i vari) di attento monitoraggio di un investimento.

Questo atteggiamento che si sta sviluppando, in particolare negli Stati Uniti, anche come parametro per verificare il comportamento degli investitori rispetto alla materia della *Corporate Governance*, viene sempre di più considerato anche in Europa ed in Italia. La discrezionalità affidata al gestore, al fondo, di poter scegliere le proprie politiche di *Corporate Governance* con l'emittente, deve poi essere rendicontata in modo logico ai propri referenti, siano essi sottoscrittori o terzi interessati.

Desidero fare infine, un breve cenno sugli Amministratori indipendenti.

Dagli Stati Uniti si avverte un'istanza sempre più condivisa di poter contare su una qualificata presenza di Amministratori indipendenti. Ma indipendenza da cosa? Evidentemente indipendenza da un sistema-impresa, da chi è il motore di un sistema-impresa, per riuscire a migliorare il funzionamento del sistema di controllo e in generale migliorare anche il sistema di decisione strategica.

Credo che vada proprio diffusa questa cultura. Sempre di più. Non necessariamente dunque l'Amministratore indipendente deve essere nominato dal fondo o ci deve essere il voto di lista. Deve essere insomma una cultura del Consiglio di Amministrazione in sé che nella sua formazione cerca di portare al proprio interno degli Amministratori che hanno interessi estranei ad una logica di controllo e/o ad una logica manageriale, e che al contempo siano qualificati per svolgere il ruolo loro assegnato.

Negli Stati Uniti vengono effettuati dei veri e propri *training* per gli Amministratori indipendenti che pur non avendo particolare esperienza in quel settore, potrebbero essere portatori di un modello migliore sia sotto il profilo organizzativo, sia sotto il profilo strategico.

Insomma, questo deve servire a dare una prospettiva e una possibilità diversa di confronto: l'Amministratore indipendente

deve portare una sintesi di soluzioni ai problemi, con chiarezza di comportamento, trasparenza, senza violare le regole corrette del rapporto che esiste tra *management executive* e Amministratore delegato.

E questo anche in funzione di un controllo. Se si guarda in effetti il caso Parmalat e si leggono i *Report* sugli Amministratori indipendenti, non se ne trova nemmeno uno. Perché tutto nasceva da una cultura aziendale che dall'interno riusciva a tenere a freno ogni controllo pervenuto da chi nell'ambito del Consiglio fosse stato portatore di un interesse diverso da quello proprietario, ovvero indipendente da chi intratteneva relazioni di business con la società.

ANTONIO TAVERNA

Sappiamo che i gestori italiani si erano allontanati da Parmalat perché non d'accordo con la sua opacità. I fondi americani che hanno investito in Parmalat perché non dicevano niente?

DARIO TREVISAN

Alcuni fondi hanno fatto sentire la loro voce ed hanno anche ricevuto delle risposte che sono agli atti dell'indagine.

Ma se trattiamo la figura degli indipendenti come la soluzione di tutti i problemi incorriamo in una sicura approssimazione. Guardando al caso Enron, si nota che si trattava di una società che aveva un livello teorico di Consiglieri indipendenti maggiore di quelli non indipendenti; una formazione di una *audit committee* che, prima dello scandalo, aveva la fama di essere più che sufficiente. Ma in questo caso è mancato il principio di efficacia, cioè in realtà si trattava di Amministratori indipendenti sulla carta ed il ruolo che svolgevano era passivo rispetto al complesso delle questioni da affrontare, ma soprattutto il sistema era auto-referenziale e convinto che comunque certe cose non potessero avvenire.

Credo che il movimento che si sta sviluppando oggi in Europa e le istanze che vediamo emergere a livello di Commissione europea nelle proposte di «raccomandazione», nelle proposte di direttiva, portino nella direzione di tentare un miglioramento del mercato e alla creazione di un modello più efficace e sofisticato. Io credo che oggi il sistema *Corporate Governance*-Italia nella sua

evoluzione, debba essere vissuto come un momento per accrescere la competitività rispetto agli altri sistemi. Ciò che temo è che si continui a considerare questa materia come una sorta di cosmesi della società, della struttura di un'emittente, piuttosto che un sistema efficiente e razionale di controllo e di organizzazione dell'attività; un obiettivo finalizzato ad «abbellirsi» di fronte ad un mercato, anziché l'esigenza di acquisire gli indubbi vantaggi nell'adeguare la propria struttura alle esigenze del mercato. Questo allora determinerebbe nel lungo periodo la perdita di competitività, proprio mentre dovrebbe esserci più aggressività a riguardo.

STEFANO PREDÀ

*Presidente e Amministratore Delegato della Banca Esperia;
Presidente del Comitato per la Corporate Governance delle società quotate*

Desidero fare alcune riflessioni sui temi della *Corporate Governance*.

In Italia il Codice di autodisciplina nasce in un contesto di crescente globalizzazione del mercato azionario, da un'iniziativa del soggetto gestore del mercato, con l'obiettivo di promuovere e proteggere il mercato stesso. Si pensava infatti che, se un investitore di qualunque parte del mondo avesse guardato all'Italia per le sue operazioni finanziarie, avrebbe dovuto poter trovare un sistema di *governance* chiaro e riconoscibile. Il codice di autodisciplina rappresentava, quindi, una risposta dovuta, affinché fosse facile conoscere il *benchmark* di riferimento del mercato delle aziende italiane a chiunque le guardasse da ogni parte del mondo. Tuttavia era importante che il codice permettesse alle organizzazioni di avvalersi dello strumento della *Corporate Governance* anche in termini competitivi; era quindi necessario che fosse caratterizzato da un minimo di norme riconosciute da tutti, ma che lasciasse margini di flessibilità a fini competitivi.

Una parte delle norme del codice di autodisciplina può essere agevolmente recepita in legge, come per esempio le norme riguardanti la protezione degli interessi generali, mentre per altre come quelle che riguardano la *Corporate Governance*, ritengo che sia meno opportuno.

Un altro tema importante è quello dell'*enforcement*, concepito a mio avviso in modo corretto coinvolgendo le grandi imprese e gli investitori. Tutte le società quotate italiane sono consapevoli degli strumenti che utilizzano, quali i sistemi di controllo inter-

no e il comitato di controllo. Questo fenomeno, nato inizialmente come meramente applicativo, successivamente è entrato a far parte delle convinzioni operative del mondo aziendale.

Il tema dell'attività degli investitori istituzionali mi sembra ancora un po' debole, in quanto oggettivamente ci sarebbe bisogno di una mediazione più forte di tipo consortile. È complicato in effetti rimandare a un'industria ancora così piccola e fragile il tema dell'analisi dettagliata nel sistema di *governance* delle migliaia di aziende che investono nel mondo.

Valuto in modo positivo quanto espresso nella direttiva della riforma relativamente alla nuova Autorità, che dovrà applicare eventuali richiami e sanzioni sull'effettiva applicazione del sistema di *governance*.

In generale, il tema della legislazione verso quello dell'*enforcement* è un po' squilibrato; in Italia, quando si presenta un problema si tende ad aggiungere nuove norme, anziché cercare di far funzionare o migliorare quelle già esistenti. Ritengo, quindi, che analizzare il motivo per il quale non ci sia stato un adeguato *enforcement* della normativa esistente sarebbe sicuramente positivo.

Le norme sono, generalmente, il risultato di una negoziazione contrattuale tra le parti: la parte più forte le può indirizzare, limitare o condizionare. Uno dei grandi problemi che riguardano la normativa di riforma del risparmio è infatti costituito dalla guerra di potere in atto che ha provocato il blocco dello sviluppo normativo.

Ritengo che si abbia una soggezione psicologica verso la tematica americana, che personalmente non valuto in modo così positivo; la SEC ha discusso a lungo negli ultimi mesi sul tema della nomina degli Amministratori da parte degli azionisti, senza però riuscire a emettere una delibera in tal senso. In America, infatti, il sistema di governo delle aziende è totalmente autoreferenziale. I problemi maggiori sono sorti perché il CEO sceglie gli Amministratori e condiziona il comitato di nomina, che sottopone le candidature all'Assemblea. In seguito, il nuovo Consiglio così formato, nomina il CEO per tre anni. Un sistema non perfetto.

La verità è che sulla *Corporate Governance* si giocano interessi economici e di potere.

Essere indipendenti non basta, occorre essere anche autonomi e agire in assenza di conflitti di interessi. Il conflitto di interesse, tema che riveste un'importanza fondamentale, si estende per una filiera molto lunga che coinvolge revisori, amministratori, azionisti, banche, investitori istituzionali e Autorità di controllo e quindi deve essere affrontato in modo integrato.

FABIO INNOCENZI

Desidero fare una breve precisazione su un argomento sfiorato da Guido Cammarano: i sistemi di *governance* in Italia.

Ho bisogno di premettere qual è la differenza tra i «non esecutivi» e gli «indipendenti». I primi possono essere parenti del proprietario o il proprietario stesso se non ha deleghe, si tratta quindi di persone che non hanno deleghe operative, ma che sono seduti in Consiglio di amministrazione e che ovviamente non sono indipendenti, autonomi.

Non vorrei poi che venisse sottovalutato il lavoro fatto da Guido Cammarano e dall'Associazione da lui guidata, quando qualcuno ritiene che le società di risparmio siano interlocutori limitati per due motivi: per dimensione e per appartenenza a gruppi finanziari.

Il peso dell'industria del risparmio gestito è diventato importante ma è di dimensioni relative inferiori rispetto agli Stati Uniti. Ricordiamoci che grandi investitori come *Alliance Capital Management*, *Pacific Investment Management*, *Miller Anderson*, da qualche anno fanno parte di conglomerati finanziari, così come fanno parte di conglomerati finanziari, gli investitori italiani. Questa tendenza di far parte di un conglomerato finanziario è iniziata prima in Italia. È dunque molto importante il lavoro fatto da Guido Cammarano insieme ad altri per mostrare come, nonostante si faccia parte di conglomerati finanziari, si possa svolgere in modo indipendente il proprio ruolo.

Aggiungo infine due battute. L'ironia che fanno gli investitori sulla loro *Corporate Governance* non è dissimile da quella che fanno i fondi italiani, gli investitori italiani sulla *Corporate Governance* delle società italiane.

È stato toccato molto bene il problema di governo negli Stati Uniti e l'autoreferenzialità delle *public companies*. Queste si trovano nel paradosso di avere Amministratori esecutivi e indipendenti, mancando la classe dei non esecutivi non indipendenti che sono quelli che evitano la autoreferenzialità degli esecutivi; ma gli indipendenti non possono assumere direttamente la responsabilità di gestire strategicamente la società, proprio per la loro natura di autonomia. Questa è proprio la trappola della *public company* negli Stati Uniti a causa della mancanza di un soggetto importante: il «non esecutivo non indipendente». Nonostante questo problema continuo a considerare la *public company* come la migliore società che esista al mondo.

ANTONIO TAVERNA

Fabio Innocenzi non lo ha detto, ma anch'egli è stato con il Dottor Cammarano e con altri *asset managers* fra gli artefici delle norme di comportamento scritte da Assogestioni in merito ai conflitti di interessi dei gestori.

Darei ora la parola all'onorevole Ruggeri, Vice Presidente della Commissione Attività Produttive della Camera, per una sua opinione sull'argomento e sul dibattito di questa sera.

Altri suoi colleghi che dovevano essere con noi sono stati trattenuti a Roma per i lavori di preparazione della legge finanziaria e speriamo che, come mi anticipava prima dell'inizio dei lavori, possano accelerare la stesura delle norme sulla tutela del risparmio. La comunità finanziaria internazionale aspetta la reazione alla vicenda Parmalat. Non vorrei che, come si accennava prima, il regime «contrattuale» della normazione allunghi inverosimilmente l'emanazione delle norme.

RUGGERO RUGGERI

Vice Presidente della Commissione Attività Produttive, Camera dei Deputati

Viviamo ormai in una transizione sociale e politica che sembra non finire mai. Come legislatori facciamo fatica a recuperare il senso pieno della «politica» che sa gestire perché sa vedere nel futuro. Troppe leggi che abbiamo approvato in questi anni sono carenti di quella cultura della ricerca dell'interesse generale, del bene comune e del disinteresse particolare e personale e di gruppo. Mancano quei *leaders* e quelle personalità che nel passato erano la bussola della professionalità, dell'etica, dell'intelligenza, del buon senso comune, come il Professor Beniamino Andreatta. Tempo fa, il Professor Grassini ha ricordato all'Arel la personalità straordinaria di Beniamino Andreatta e come riuscisse a vedere col cuore e con la mente nel futuro per anticipare problemi e soluzioni. Nel 1962, quando i conflitti di interesse e i problemi di *governance* e delle regole del mercato non sono all'ordine del giorno, Beniamino Andreatta scrive un saggio su questi problemi e propone che i sindaci siano dei pubblici ufficiali credibili e indipendenti e individua la necessità, in un'economia di mercato, di istituire delle Autorità indipendenti per garantire a tutti i partecipanti al gioco le stesse regole e opportunità. Nel 1980 fu lui – Ministro del Tesoro – che riuscì a sganciare il rapporto di sudditanza della Banca d'Italia dal

Ministero del Tesoro. Un rapporto che aumentava il pericolo di scatenare l'inflazione con la scusa di coprire il debito pubblico. C'era in questo il senso della responsabilità del buon governo e il senso della politica.

Oggi, sono convinto che il mercato debba essere il più possibile libero, con la presenza attiva di Autorità autorevoli ed indipendenti. Sono convinto che i ritardi che l'Italia sta scontando, derivino anche da mancanza di una cultura economica e del ruolo del mercato di libera concorrenza. Solo da qualche decennio si ragiona in termini economici più liberi da pregiudizi ideologici, da prassi di potere e da necessità di dover competere nel mondo. In America da duecento anni funziona il mercato, c'è una esperienza ed una cultura più pragmatica e democratica. Stiamo vivendo un passaggio da un non mercato a un mercato, con nuovi soggetti, come i consumatori e le loro rappresentanze. È necessario che alcuni soggetti nel mondo della finanza e del credito riacquistino una serietà professionale e svolgano un ruolo di grande trasparenza.

In Parlamento il provvedimento sul risparmio è iniziato in una battaglia infinita e superficiale contro la Banca d'Italia, questo ha creato più problemi che indirizzi di soluzione.

Inoltre in Parlamento si sconta il fatto che la «politica» spesso è assente e la mediazione fra i diversi e spesso opposti interessi non viene fatta e l'interesse generale e il disinteresse particolare e il buon senso non ci sono più, con la conseguenza che la legislazione rincorre i problemi ma non trova soluzioni. La politica viene sostituita dalla contrattazione fra i partiti, dalla contrattazione fra gli interessi e siccome esistono partiti e interessi più forti di altri, prevale spesso una cultura del privato, del gruppo che serve a chi ha più forza, voce e rappresentanza. Gli interessi magari maggioritari ma deboli non vengono considerati. E sto pensando ai risparmiatori. Nella mediazione c'è il senso dei valori, mentre nella sola contrattazione c'è solo il senso degli interessi. I ritardi nella legislazione, l'*impasse* e lo scollamento con la realtà dei problemi veri del Paese vengono a galla e vengono amplificati da un sistema politico maggioritario, che esclude comunque chi sta all'opposizione. Governo e crisi di governo avvengono all'interno del polo che ha vinto.

Anche sul provvedimento legato al risparmio c'è stato un tentativo iniziale di lavoro bipartisan, grazie anche all'onorevole Bruno Tabacci e all'onorevole Giorgio La Malfa, come presidenti rispettivamente, della Commissione Attività produttive e della Commissione Finanze. L'esplosione del caso Tremonti, i proble-

mi all'interno della maggioranza e la posizione ostile della stessa maggioranza sulla volontà dell'opposizione di reintrodurre maggior rigore sul falso in bilancio hanno rallentato il percorso legislativo e interrotto il clima bipartisan.

Attualmente, il disegno organico iniziale che comprendeva molti temi (*governance*, Autorità, *class action*, ecc...) è stato spezzettato e solo i primi quattordici articoli su cui non c'erano contrasti sono rimasti in piedi e forse costituiranno il provvedimento sul risparmio. Temo che ci sia il pericolo che il provvedimento tanto atteso uscirà impoverito e debole. Regolerà prevalentemente i conflitti di interesse interni e allargherà le competenze e i poteri della Consob.

GIULIANO TAGLIAVINI

Consigliere di Capitalia

I mercati finanziari, è già stato detto, nella loro crescente complessità richiedono continui aggiustamenti che coinvolgono anche la *Corporate Governance*. Tali processi, a loro volta, necessitano di una crescita della cultura d'impresa e, a mio avviso, di un tasso di eticità dei comportamenti che presenta ancora oggi ampi spazi di miglioramento. Siamo di fronte a cambiamenti che richiedono affinamento delle metodologie e forti adeguamenti culturali per vedere realizzati i quali servono, è il mio pensiero, pochi *upgrade* normativi e tantissimo lavoro di controllo (e quindi sanzioni) e di formazione delle coscienze che deve poi trovare riscontro nella *corporate social responsibility* e nella *corporate identity*.

Negli interventi che mi hanno preceduto sono emerse tutte le aspettative che già i soggetti regolatori, gli azionisti e gli *stakeholder* hanno riposto nei confronti degli Amministratori indipendenti.

Il peso di queste aspettative è crescente e, io credo, assolutamente avvertito da molti appartenenti alla «categoria». Ma, come capita sovente di fronte ad istituti di nuova introduzione, la normativa di riferimento necessita di aggiustamenti, metabolizzazione e concreto recepimento, processi che, nello specifico, sono ancora in corso.

Numerosi sono gli ambiti dove è lasciato spazio all'interpretazione. In un Paese come il nostro dove la struttura proprietaria è quella che conosciamo e la cultura della trasparenza deve migliorare, la certezza e la chiara definizione dei ruoli e dei requisiti, in

particolare per figure così delicate, diventano sostanza. Gli Amministratori indipendenti per poter rispondere adeguatamente alle attese richiamate e svolgere con la necessaria autorevolezza i compiti loro affidati devono essere non soltanto chiaramente qualificati ma anche riconosciuti nel ruolo.

Attorno a questo tavolo è già emersa una area di forte ambiguità che riguarda proprio la qualifica di tali soggetti. Si è parlato di Amministratori indipendenti, di Amministratori non esecutivi e di Amministratori non esecutivi o indipendenti. Il livello dei partecipanti a questa Tavola Rotonda è tale da togliere anche gli eventuali dubbi rimasti: la regolamentazione attuale non dà indicazioni sufficientemente chiare. E allora, dato che la «categoria» è prevista e normata, quali requisiti ulteriori deve avere un Amministratore per poter essere qualificato, e soprattutto, riconosciuto «indipendente»? Da chi e da cosa deve poi essere indipendente? E, tenuto conto delle aspettative che si ripongono sul suo operato, quali strumenti gli si mettono a disposizione perché possa rispondere con la necessaria adeguatezza?

In questo ambito, a mio avviso, è necessario un sforzo chiarificatore.

La materia non concede dubbi, servono risposte univoche e senza margini interpretativi. Si è detto che devono essere indipendenti rispetto al sistema impresa, alla sua macchina operativa, non partecipare alla fase istruttoria delle decisioni; si è parlato di una indipendenza che non consenta permeazioni interne e che al contrario permetta un giudizio freddo e professionale teso al continuo miglioramento del sistema di controllo interno e della cultura dell'efficacia.

Altri hanno parlato di indipendenza che nasce dalle qualità personali e professionali (competenza specifica, capacità di giudizio e voglia di essere curiosi). Altro ancora si potrebbe aggiungere. Di certo non basta essere non esecutivi o essere qualificati indipendenti perché non esecutivi.

Sono personalmente convinto che, in aggiunta ai requisiti già previsti, serva una indiscussa autonomia di giudizio che non può che originare dall'esperienza personale (di ruolo) e professionale, dalla *leadership* maturata nonché dall'approccio e dalle aspettative riferibili all'incarico stesso. Se il far parte di un CdA diventa uno status, un punto d'arrivo, un appagamento in quanto tale, è da mettere in conto che l'atteggiamento e l'approccio al ruolo possano poi essere conseguentemente meno incisivi.

Il fatto poi che, in forza della non sufficiente chiarezza e della libertà interpretativa, dal lavoro degli indipendenti e dei Comita-

ti, cui è prevista la loro partecipazione, ci si aspettino risposte le più varie che arrivano fino al vigilare sulla correttezza del *management*, sovrapponendo poteri e ruoli diversi (Collegio sindacale, Revisori, auditing interno ecc.), mette a rischio e vanifica la portata dello strumento. Ci sono compiti, responsabilità e controlli già oggi ben identificati e sanzionati che regolano l'attività di tutti, managers ed amministratori, indipendenti e non. Dall'Amministratore indipendente ci si deve aspettare un atteggiamento proattivo, maggiormente curioso, anche critico quando serve, ma non certo di controllo di comportamenti od azioni che trovano la loro naturale tutela in ben altri ambiti.

Un altro aspetto di cui oggi si discute, è quello della nomina che, nella gran parte dei casi, origina dagli azionisti di maggioranza. A parte il caso delle *public company*, pressoché inesistente in Italia, la mia opinione è che nella normalità dei casi non è scontato che la nomina fatta dalle minoranze debba considerarsi positiva in assoluto e che l'introduzione di siffatti limiti ai poteri delle maggioranze sia salutare. Un conto è essere rappresentante degli azionisti di controllo, altro è essere nominato dagli stessi, magari, ed ecco una possibile novità da introdurre, all'interno di appositi elenchi creati sulla base di requisiti predeterminati.

L'indipendenza e l'autonomia di giudizio sono un valore, l'essere parte avversa (altrimenti non si sarebbe minoranza dichiarata) non sempre lo è e lo strumento più efficace, estremo, per chi è palesemente contrario alla gestione in atto già esiste ed è la vendita delle azioni possedute.

Credo di non dire nulla di nuovo affermando che già oggi, indipendentemente dalle fonti di nomina e dalle qualifiche dell'uno o dell'altro Amministratore, all'interno dei CdA delle società di maggiori dimensioni, quotate e non, esistono Amministratori più informati di altri ed Amministratori più autonomi e curiosi di altri; e le due posizioni, raramente, si ritrovano in capo allo stesso soggetto. Esistono, poi, Amministratori che, quando serve, si oppongono nel merito oggettivamente e, per fortuna con poca frequenza, altri che lo fanno con minore oggettività. Non è sempre facile individuare il confine tra opposizione alle decisioni «per partito preso» e opposizione di merito vero e proprio. A chi non è capitato di trovarsi in Consigli dove membri, espressi da minoranze, tenevano atteggiamenti palesemente ostruzionistici con danno sia della società amministrata che degli stessi azionisti di maggioranza o minoranza! Questo rischio, nel caso di nomine separate, sono certo aumenterebbe. E poi, se vogliamo davvero combattere la malafe-

de, l'interesse particolare, o la differenza di trattamento tra soci di maggioranza e di minoranza è utile ricordare che spesso, anche nei CdA, paga di più e meglio fare opposizione «a prescindere» che adoperarsi per l'interesse generale che, di norma, trova la sua massima espressione nel giusto equilibrio fra le varie posizioni.

L'accento va allora posto sull'individuazione delle migliori condizioni in cui far operare i Consiglieri di amministrazione, sulla loro concreta esperienza, sul tempo minimo che ogni Consigliere, *in primis* gli indipendenti, deve dedicare all'attività di Amministratore, sulla giusta remunerazione, sul loro senso di responsabilità sociale e, in ultima analisi, sul loro spessore etico.

Bisogna meglio regolamentare la messa a disposizione delle informazioni che debbono arrivare con tempestività e completezza; meglio disciplinare il trattamento di quelle «sensibili» che oggi non consentono tempi adeguati di decisione e, se necessario, valutare anche un inasprimento delle sanzioni.

È necessario perseguire e punire con maggiore severità i comportamenti che in modo più o meno palese tendono a provocare opacità, prevenire i «trucchi del mestiere», le prassi che portano *de facto* alla scarsa o incompleta informazione, verificare quanto tempo, al di fuori del Consiglio, il *management* dedica agli Amministratori ecc. ecc.

Il lavoro da fare nel supporto e nella verifica della metabolizzazione e della completa e concreta attuazione delle normative vigenti e di quelle che auspicabilmente arriveranno io credo sia ancora molto. Sarebbe un errore considerarlo aspetto secondario, soprattutto quando si scende al livello di autoregolamentazione dove un controllo più attento ed un contributo più palpabile deve creare, far conoscere e diffondere le migliori prassi. Penso, in particolare, al lavoro dei Comitati che ad oggi procede soprattutto attraverso l'adozione di regole, ognuno con le proprie, che potrebbero anche essere molto diverse da azienda ad azienda.

Chiudo con un semplice accenno ad un aspetto che, a mio parere, dovrà essere meglio esplorato nel prossimo futuro.

In Italia, seguendo il consolidato modello americano, nei fatti, si sta affermando la figura del CEO al posto del più conosciuto AD. Non è solo un problema di sigle ma di vera e propria sostanza. Sempre più spesso ci si trova di fronte a forti accumuli di poteri che nella sostanza rendono residuale o puro atto dovuto il passaggio in CdA. Certo, gli attuali mercati tendono a

imporre tempi di decisione sempre più rapidi ed il «Capo azienda» spesso non può attendere i tempi di un Consiglio di Amministrazione, deve rispondere con tempestività prendendosi le relative responsabilità. Se così è, chi si occupa di *Corporate Governance* deve iniziare ad occuparsi anche della scelta della forma societaria più appropriata perché il modello «ordinario», così come da noi conosciuto ed applicato, in alcuni casi, forse non è il più appropriato.

GIUSEPPE MENZI

Direttore Generale della Banca Agricola Mantovana

Porto anch'io il mio contributo alla discussione. Ho ascoltato interventi molto autorevoli e desidero fare qualche flash su alcuni argomenti appena trattati. Mi interessa soffermarmi sulla remunerazione del *management* di vertice. Condivido quanto affermato dal dottor Innocenzi (sì alla misurazione sul valore domani, quindi nel tempo, no sul valore limitato all'oggi), ma è necessario riflettere su un fatto reale con il quale si deve fare i conti, cioè il mercato degli ultimi anni. Lo sconvolgimento non è soltanto nel codice Preda, che prevede maggiori responsabilità anche per il *management*, o negli organi di controllo o in fatti scandalistici accaduti nei mercati italiani e non solo italiani. Il problema è di girare pagina dalla «droga» che c'è ancora sul mercato, che ha imposto anche alle aziende di credito di fissare obiettivi limitati solo nel breve termine, ha rivalutato la pianificazione dei risultati a medio termine. Ma forse questo cambiamento di indirizzo confligge con tanti interessi. È stato fatto oggi riferimento alla cultura, soprattutto a quella del risparmiatore: a questo termine, così oggi abusato, si dovrebbe dare il giusto significato. Da manager dico ben venga una pianificazione a medio tempo, una creazione del valore medio con il quale tutti si devono confrontare, compresi gli Amministratori esecutivi, ma non posso dimenticare la realtà presente e del recente passato. Personalmente auspico che si sia tratto insegnamento da quanto successo recentissimamente su tutti i mercati: chi vorrà continuare a stare sul mercato nel prossimo futuro, avrà bisogno di una legittimazione sociale, cioè di una sana reputazione. Forse non ci sarà bisogno di tanta normativa, più che altro bisognerà attuare quella esistente. La responsabilità sociale d'impresa non è il mero rispetto delle leggi: chi tra gli intermediari non si comporterà correttamente verrà sempre più escluso dal mercato. Il risparmiatore ha imparato in

questi anni a servirsi di determinate offerte e non di altre, quindi l'autoregolamentazione certamente svolgerà con la selezione i suoi effetti. Mi auguro anche che, dietro la forte legittimazione sociale, ci sia anche da parte dei dipendenti una grande condivisione di un sistema di valori. Fare bene il nostro mestiere ed essere socialmente responsabili deve essere un modo ordinario di agire. Certamente il codice Preda ha avviato in Italia una nuova fase, però si sono comunque verificati i casi Parmalat e Cirio e, in campo internazionale, Enron e Worldcom.

Ringrazio per il cortese invito e penso che se tutti ci richiamiamo alle cose concrete, a quello che possiamo fare generando valore oggi per un domani migliore, riusciremo a correggere le distorsioni di questi ultimi anni.

MAURIZIO FARONI

Amministratore Delegato della Banca Aletti & C.;
Vice Direttore Generale del Banco Popolare Verona e Novara

Desidero spendere una parola a favore degli investitori istituzionali, prendendo spunto da una battuta del professor Preda che parlava delle difficoltà, qualche volta della ritrosia degli Amministratori indipendenti a intercettare operazioni industriali non sinergiche con l'attività tipica della società, nonché dall'esigenza di standardizzazione cui faceva cenno il dottor Tagliavini.

Si tratta di due temi ai quali gli investitori istituzionali sono molto sensibili e che proprio con la richiesta di trasparenza nella comunicazione delle strategie aziendali esercitano una funzione estremamente utile nella crescita del mercato finanziario e negli assetti di *governance* delle aziende. Non c'è niente di più caratteristico nel comportamento degli investitori istituzionali, tanto più dopo le ultime vicende distruttive di valore per le società, se non la sottolineatura di queste esigenze: *in primis* una chiara ed evidente dimostrazione della capacità per le società quotate di creare valore sostenibile e ripetibile nel tempo, dall'altro una standardizzazione delle modalità di raffigurazione delle politiche industriali e dei dati economico-patrimoniali delle società, non certo per appiattare la creatività imprenditoriale, ma per rendere intelligibile e confrontabile l'azienda quotata con i *comparable* del mercato.

Dagli emittenti «virtuosi» si pretendono trasparenza e comprensibilità del *business*, sostenibilità nel medio e lungo termine dei risultati, pubblicità delle scelte di *governance* e degli eventi

societari rilevanti. E attraverso i valori espressi dal mercato gli investitori istituzionali giudicano la credibilità dei modelli di *business* e la qualità dei risultati.

Certo il mercato non è sempre perfetto: i valori «corretti» delle società si realizzano in un lasso di tempo non sempre compatibile con il nostro desiderio di immediata traduzione nei prezzi del valore effettivo delle aziende. L'investitore può valutare male alcuni fondamentali della società o i fattori di contesto congiunturale, ma di sicuro ha forte interesse alla chiarezza delle strategie manageriali. Questa domanda di trasparenza va di pari passo, anche in Italia, con la grande attenzione alla autonomia decisionale dei gestori, molto più marcata di quanto si tenda talvolta a rappresentare. Chi di noi frequenta qualche Consiglio di amministrazione di società di *asset management* sa quanta attenzione venga posta al tema dell'autonomia nelle scelte di investimento degli intermediari finanziari.

La vocazione degli investitori istituzionali è dunque quella di valutare costantemente attraverso i prezzi i comportamenti manageriali, in modo spesso molto più incisivo che attraverso la partecipazione al momento solenne dell'Assemblea. Il giudizio del mercato ogni giorno si ispira alle esigenze che ho più sopra richiamato ed influisce indirettamente sulla *governance* delle società ed in particolare di quelle quotate. Gli istituzionali non sono più disponibili ad investire in società nelle quali assetti di controllo e governo manageriale non siano in grado di garantire creazione di valore per tutti gli azionisti.

Ricordo che anche per gli intermediari *long only* o per i fondi pensione è essenziale assicurare un ritorno di medio periodo ai propri sottoscrittori, possibilmente con un profilo di volatilità inferiore a quello medio di mercato. Allo stesso tempo credo vada letto in positivo il comportamento di quegli operatori che con chiara vocazione all'investimento di più breve periodo, di norma dichiarato nei prospetti informativi dei fondi che gestiscono (penso ad esempio ai fondi speculativi), esercitano la funzione di emersione del valore oggettivo delle società in termini di relativa *performance* attesa o di recupero di efficienza (nel caso di titoli *distressed*). Tali operatori, al netto di qualche comportamento troppo speculativo, svolgono una funzione essenziale di riconoscimento del valore appropriato per quelle società che, per ragioni le più diverse, sono meno agevoli da valutare in termini assoluti o relativi; ne consegue che anche il mondo degli *hedge fund* concorre in linea generale all'efficienza del mercato.

BRUNO TOSONI

Presidente del Gruppo Tosoni; Vice Presidente dell'Associazione Industriali di Verona

Quale Vice Presidente dell'Associazione Industriali di Verona, desidero portare la testimonianza del mondo dell'industria, confermando che si nota tra gli imprenditori un'attenzione diversa rispetto a questi temi.

L'elaborazione culturale del concetto della trasparenza, della responsabilità sociale dell'impresa è già in concreto avviata; si tratta di un processo di maturazione lento ma che mi pare stia avvenendo; anche nelle aziende industriali del nostro territorio, stiamo assistendo ad un passaggio da strutture familiari a modelli di proprietà più diffusa che richiedono la presenza di Amministratori indipendenti.

È un percorso che vedrà anche nel ricambio generazionale, una grande opportunità di accelerazione.

Mi è stato veramente utile partecipare a questo Forum e ringrazio ancora per l'invito.

ANTONIO TAVERNA

Dalla discussione di questa sera sono emerse opinioni molto interessanti, un contributo utile per chi sta lavorando alla nuova normativa. Spero che l'onorevole Ruggeri abbia potuto trarre indicazioni significative per le indagini sulla *Corporate Governance* e anche farsi interprete delle attese che i nostri relatori hanno manifestato.

È stata sottolineata l'importanza degli Amministratori non esecutivi e non indipendenti; ciò è particolarmente vero, ora, che con la riforma Vietti è stata definita una gradualità delle responsabilità rispetto ai ruoli. Questo tema non è quasi mai messo in discussione, sarebbe invece importante un'approfondita riflessione sul ruolo.

Nelle realtà societarie del nostro Paese, che vedono la costituzione dei Consigli di amministrazione secondo criteri di rappresentatività dell'azionariato «importante», la figura dell'Amministratore non esecutivo e non indipendente assume un ruolo fondamentale per la gestione della società. Come sempre bisognerà tener conto dei casi di conflittualità che anche questi Amministratori possono generare.

Nel caso delle imprese a controllo familiare, o con quote di capitale concentrato nelle mani di azionisti importanti, esiste

sempre la possibilità di diverse prese di posizione che possono paralizzare le attività dei Consigli; in questi casi il Consiglio dovrà trovare meccanismi di tutela dell'interesse della società attraverso un'appropriata *governance* per assicurare la corretta gestione, demandando all'Assemblea degli azionisti il compito di dirimere le conflittualità della proprietà.

Sempre su questo tema, oggi è molto dibattuta l'opportunità di avere nei Consigli di amministrazione delle banche imprenditori che sono titolari di quote significative del capitale.

Nella maggioranza dei casi questa presenza fu voluta al momento delle privatizzazioni delle grandi banche. Anche in questo caso, perché privarsi dell'apporto di Amministratori competenti? Gli eventuali conflitti di interessi dovrebbero essere guidati dalle norme di comportamento tenendo ben presenti le possibili operazioni *back-to-back*. È mia opinione che oggi le operazioni con parti correlate siano ben regolamentate, la trasparenza su di esse è una richiesta precisa della norma. Va comunque detto che la sola trasparenza non risolve tutti i problemi, essa è un fatto necessario anche se non sufficiente. Su dette operazioni devono vigilare gli organi di *governance*, interni ed esterni. Come è stato sottolineato più volte dal dibattito, occorre una cultura dell'amministrazione delle società, una cultura degli Amministratori esecutivi all'interesse, al confronto in Consiglio con una pluralità di opinioni. Infatti, come è stato detto, è interesse dell'Amministratore esecutivo avere in Consiglio, Amministratori non esecutivi e non indipendenti che diano un contributo sostanziale all'analisi e alla discussione. Una cultura che richiede tempo per formarsi; con la legge Draghi è stata introdotta la possibilità di avere sindaci non iscritti al registro dei revisori contabili o agli albi dei commercialisti. Quanti sono i collegi che vedono tale composizione, dopo ormai sei anni di applicazione della norma? Occorre, come diceva il dottor Trevisan, che le competenze degli Amministratori non esecutivi siano considerate in una logica manageriale piuttosto che in una logica di semplice controllo.

Chiuderei gli spunti sul ruolo degli Amministratori non esecutivi rifacendomi ai dati riportati da Alessandro Lai: la statistica dice che la loro presenza di Amministratori indipendenti nei Consigli di società italiane non è drammaticamente diversa da quella di altre realtà che vengono definite più evolute, il problema è quindi la loro qualità, che non è necessariamente soggettiva ma è piuttosto legata al tempo dedicato all'incarico.

Abbiamo sentito che dal lato degli investitori istituzionali sono i fondi pensione in quanto investitori a lungo termine, i

soggetti maggiormente coinvolti nella definizione della *governance*. I numeri e le osservazioni di Sandro Salvati ci danno poche speranze per il breve termine.

Il problema delle possibilità di nominare propri rappresentanti nei Consigli da parte degli investitori istituzionali è dibattuto anche negli Stati Uniti. Il sito della SEC riporta un interessante dibattito al riguardo. Là i temi sono la *proxies* per la nomina degli Amministratori e la trasparenza del voto dei fondi. Stefano Preda ha appena riferito che malgrado le buone intenzioni non si è ancora trovata la soluzione.

Guido Cammarano ha sollevato l'interessante aspetto della «contrattazione» della norma e quindi il ruolo fondamentale delle Autorità di controllo per superare l'*impasse*. Qui va detto che le Autorità possono lavorare se sono dotate di strutture, ma se non parte il decreto sul risparmio le cose resteranno come sono, la Consob o la nuova Autorità non potrà agire con efficacia. Questo è forse l'aspetto più importante dell'intervento legislativo: rendere applicabile la norma. A ben vedere, anche se perfettibile, la normativa esiste; il problema è che non sempre viene applicata e non sempre si è in grado di farla rispettare tempestivamente anche con un'azione preventiva. Il problema dell'*enforcement* delle norme di autoregolamentazione o meglio del mancato *enforcement*, merita una riflessione, come ha detto Stefano Preda.

Dalle parole dell'onorevole Ruggeri, infine, colgo alcune posizioni che ritengo interessanti: la necessità di legiferare sulla base di conoscenze, l'opportunità di mediare per consentire al Paese di avanzare, l'attenzione a non proporre modelli che si scontrano con la nostra cultura o sono difficilmente assimilabili.

Confidiamo che queste sue riflessioni siano condivise dal mondo politico e venga fatta chiarezza al più presto.

Le materie di approfondimento non mancano. Spero che molti di Voi anche in futuro trovino interesse a questi dibattiti e vi partecipino.

Introducendo il tema della Tavola Rotonda ho fatto un cenno al COSO Report, la *best practice* del sistema di controllo interno che trovate nel libro sul tavolo, nel quale sono descritte le buone regole a cui nel tempo hanno fatto riferimento il PCAOB, la SEC, la Borsa di New York gli Opinion Makers. Il report è dell'inizio degli anni '90 cioè dieci anni prima di Enron, Worldcom, ecc.; semplicemente le buone regole non sono state seguite, è mancato l'*enforcement* per la loro applicazione, e la sanzione del mercato è arrivata a patologia esplosa. Resta il fatto che i nodi delle patologie sono principalmente i comportamenti e, come detto

nel COSO, solo principi etici ed in continuo monitoraggio sulle attività umane possono giungere ad un certo risultato.

Malgrado questa nota di scetticismo, ritengo utile continuare a dibattere questi temi e quindi Vi do un arrivederci alla prossima Tavola Rotonda, ringraziandoVi per essere stati con noi ed aver portato testimonianze molto stimolanti.

Un ringraziamento particolare va a Fabio Innocenzi che ci ha proposto gli spunti per il dibattito, indicando tematiche veramente rilevanti per la *governance* e per i comportamenti degli operatori nei mercati finanziari.

MARCO BONGIOVANNI

Facoltà di Economia dell'Università di Modena e Reggio Emilia

Due sono le posizioni riguardo all'obiettivo che deve essere perseguito dall'impresa e dunque dagli Amministratori della stessa: quella per cui l'impresa deve tendere alla massimizzazione dell'interesse degli azionisti ottimizzando lo *shareholder value* e quella per cui essa deve creare uno *stakeholder value*.

Il modello organizzativo degli *shareholder* è quello canonizzato da Milton Friedman nel 1970, in risposta alle correnti di pensiero che sollecitavano una maggiore responsabilità sociale per le Corporate in America sull'ondata di scandali che aveva investito Wall Street. Secondo questo modello, l'obiettivo prevalente degli Amministratori dovrebbe essere *to make as much money as possible* per conto dei proprietari dell'impresa. Questa responsabilità (di fare soldi) è condizionata solo dagli obblighi di legge e dal rispetto di un insieme minimo di valori (*ordinary moral expectations*), quali evitare comportamenti fraudolenti e considerare gli interessi strategici di lungo periodo dell'impresa. A parte ciò, gli Amministratori non dovrebbero preoccuparsi di esercitare una qualsivoglia forma di responsabilità sociale per promuovere benefici o prevenire problemi sociali; né dovrebbero porsi problemi di obbligazioni verso gli *stakeholder*, di cui già tengono conto rispettando la legge e gestendo con professionalità il loro business; in fin dei conti, se i clienti pagano è perché ricevono in cambio beni e servizi di valore proporzionale e, se proporzione non c'è, il mercato farà giustizia da solo, le imprese pagano le tasse allo Stato e agli Enti locali, le Risorse umane dell'azienda non lavorano gratis, e così via discorrendo. Il *Corporate Executive* è un «Agente» dei proprietari dell'impresa ed è quindi obbligato a perseguire i loro interessi legali, ossia la massimizzazione dei loro profitti

I sostenitori del modello *shareholder* attribuiscono agli *stakeholder* solo un valore strumentale limitatamente ai contributi da essi forniti per il raggiungimento del fine ultimo dell'impresa, ossia la massimizzazione del valore per gli azionisti (Anshoff e Freeman 1984). I sostenitori del modello *stakeholder* rigettano la visione economica e neoclassica per la spiegazione del comportamento dell'impresa (principio dell'utilità e modello contrattuale) e si focalizzano invece sugli aspetti etico-morali.

Attorno a questo pronunciamento si sono aggregati interessi e gruppi di pressione tendenti ad ampliare il concetto e a superarlo con l'attribuzione agli Amministratori di maggiori responsabilità sociali.

Di recente, il dibattito pro-*stakeholder* è stato alimentato da una serie di rapporti sulla *Corporate Governance* tutti mirati ad incrementare la responsabilità degli Amministratori per riconciliare gli interessi degli *stakeholder* all'interno di un modello di base di tipo *shareholder*.

In altre parole l'impresa, per la sua sopravvivenza, deve ricercare continuamente di conciliare la ricerca del valore con la stabilità dello sviluppo e tutelare i diversi interessi che rappresenta. Deve essere, quindi, socialmente responsabile, come del resto deve fare ogni buon cittadino. Riconnettersi a questo filone centrale della teoria dell'impresa e del management è, in questo frangente, la prima cosa da fare.

Da dove partire? Probabilmente dalla consapevolezza che gli unici veri guardiani del patrimonio in senso lato delle imprese sono gli *stakeholder* nel loro insieme e non solo la proprietà o i suoi rappresentanti. È questa la condizione per garantire un «sano» governo societario.

La questione della *Corporate Governance* coincide quindi con il problema del rapporto tra Amministratori che gestiscono l'impresa e azionisti diffusi che ne sono i proprietari e subiscono le scelte di coloro cui è demandata la gestione. In questo contesto, un buon sistema di regole di *Corporate Governance* è tale se limita il rischio che manager e soci di controllo possano compiere a favore proprio o di soggetti ad essi collegati operazioni che ledano i diritti degli azionisti di minoranza, perché quanto maggiori sono i contrappesi al potere degli Amministratori e migliori sono le garanzie date ai soci di minoranza, tanto maggiore è lo sviluppo dei mercati azionari e tanto più economico è il costo della raccolta di capitale.

Questa contrapposizione che rispecchia le due diverse concezioni di azienda, genera, ovviamente, due diversi modelli di *Corporate Governance*.

Oggi è dunque prevalente una definizione di *Corporate Governance*, come il sistema mediante il quale sono rappresentati e composti i conflitti di interessi o la diversità di interessi dei molteplici soggetti che hanno o possono avere rapporti economici con l'impresa; perciò essa non comprende unicamente i rapporti e i doveri che legano Amministratori e azionisti, ma considera anche lavoratori, creditori, clienti e la comunità intera.

Come si vede, il concetto di *Corporate Governance* evolve, passando dal piano degli interessi a quello dei valori, anche se c'è sempre ambiguità nel definire cosa s'intende per valori nella dialettica tra i valori economico-finanziari, le misure dei risultati e i valori invece che attengono agli aspetti di giustizia, di equità, di sviluppo, di socialità, di solidarietà ecc.

Ecco che il concetto di *Corporate Governance* si trasforma nel più generale concetto di responsabilità sociale d'impresa.

Questo processo evolutivo non si è però ancora concluso. Diverse domande attendono ancora una risposta: quando un Amministratore può dirsi autenticamente «indipendente»? Quando non sia anche azionista del gruppo di controllo della società? Quando non sieda nella controllante e poi anche nella controllata? Quando non sia espressione di investitori istituzionali? Quando non sia indicato da organismi non-profit? O quando non nominato dagli altri Amministratori espressione della maggioranza e quindi imposto da entità terze?

Fatta questa premessa, qual è il ruolo degli investitori istituzionali? Vale a dire, delle società o enti (fondi pensione, compagnie di assicurazione e simili) che per legge o per vincoli statuari effettuano sistematicamente investimenti in strumenti finanziari o in immobili.

Gli azionisti che dovrebbero avere incentivo a svolgere un'attività di monitoraggio sulla *governance* e sulla gestione della società sono gli azionisti in possesso di una partecipazione rilevante nella società che non esercitano il controllo sulla stessa. In questo caso la partecipazione rilevante dell'investitore costituisce un minaccia credibile nei confronti del management-azionista di maggioranza nell'ipotesi di una vendita sul mercato e al contempo rappresenta una partecipazione illiquida, il che induce l'azionista a non vendere le azioni quanto piuttosto a esercitare pressioni sul management al fine di migliorare la performance della società. Questa considerazione è solo in parte convincente. Nel valutare l'attivismo di un investitore dobbiamo considerare in primo luogo gli obiettivi che lo stesso persegue (se coincidono o no con la massimizzazione dello *shareholder value* della società partecipata) ed in secondo

luogo quali sono gli incentivi, i benefici e i costi che lo stesso avverte o deve sopportare al fine di perseguire questi obiettivi.

Il primo punto ci porta al tema del conflitto di interessi; è chiaro che un azionista legato ai managers o ai soci di riferimento da interessi di altra natura (non necessariamente collegati alla società oggetto della partecipazione) non svolgerà un ruolo attivo di *governance*. Un investitore istituzionale rappresenta il candidato ideale ad assumere un comportamento attivo in quanto i suoi obiettivi dovrebbero essere di lungo periodo e finanziari, e quindi mirare alla massimizzazione dello *shareholder value*. L'argomento sembra essere debole nel caso di fondi comuni di investimento che hanno obiettivi di breve-medio termine che non coincidono necessariamente con la massimizzazione dello *shareholder value*. Il problema è particolarmente acuto nel caso in cui l'investitore istituzionale appartenga ad un gruppo bancario (conflitto tra banca come creditore e interesse dell'azionista). Riguardo all'incentivo che un investitore rilevante (inclusi gli investitori istituzionali) avverte nel monitorare una società e ad esercitare un'azione, va considerato che può avere interesse ad operare nel mercato sulla base di una informazione (negativa) riguardo alla società piuttosto che ad esercitare un'azione, vedi Black (1990), Coffee (1991), Kahn e Winton (1998). Nel caso di un'azienda dalla performance negativa che potrebbe beneficiare di un intervento, un investitore rilevante può vendere le azioni, oppure comprare altre azioni e intervenire successivamente presso il management dell'azienda per sollecitare un cambiamento. Se il mercato è liquido, può convenire all'investitore vendere la sua partecipazione sul mercato senza intervenire, per una valutazione di segno opposto vedi Maug (1994). Queste considerazioni portano ad affermare che un investitore istituzionale non è necessariamente interessato alla massimizzazione dello *shareholder value* e ad una *governance* efficiente della società, e che potrebbe non assumere un comportamento attivo preferendo, in una logica di breve periodo, operare sul mercato sulla base delle informazioni raccolte.

L'assenza di investitori istituzionali è ritenuta un'anomalia del sistema finanziario italiano. L'argomento è solo in parte condivisibile da un punto di vista quantitativo. Un confronto con gli altri Paesi europei mostra che l'Italia si colloca al secondo posto per patrimoni gestiti dopo Francia, davanti a Inghilterra e Germania. Il totale del risparmio gestito è passato dal 24% delle attività delle famiglie nel 1998 al 41% nel 2002. Mentre i fondi pensione esercitano un ruolo marginale rispetto all'esperienza dei Paesi di tradizione anglosassone, il ruolo dei fondi di investimento è cresciuto

molto negli ultimi anni in termini di fondi gestiti con una flessione solo nel 2002 (vedi dati Assogestioni 2003).

La gestione patrimoniale individuale non prevede l'esercizio discrezionale del voto e quindi le partecipazioni azionarie detenute sotto tale voce non rientrano tra quelle degli investitori istituzionali in senso stretto; la quota detenuta da altri investitori istituzionali (banche, assicurazioni, fondazioni) tramite partecipazioni rilevanti (sopra il 2%) sfiora il 10% della capitalizzazione di Borsa, ma, se si escludono le partecipazioni di gruppo in ambito assicurativo-bancario e le partecipazioni che fanno parte di patti di sindacato di controllo, le partecipazioni delle banche e delle compagnie di assicurazioni in società non finanziarie sono poco numerose, di piccola entità e non sembrano essere gestite tramite una politica attiva. Bianchi ed altri (2002) stimano che i fondi comuni di investimento detengono i tre quarti del totale delle partecipazioni detenute da investitori istituzionali. Da questo quadro emerge che gli investitori istituzionali attivi nell'esperienza statunitense e anglosassone (fondi pensione e compagnie di assicurazione) non sono molto presenti nell'azionariato delle società quotate in Italia.

Il ruolo degli investitori istituzionali e l'efficacia del loro attivismo mutano a seconda dell'assetto proprietario della società partecipata. Mentre nel caso di una *public company* gli investitori istituzionali presi singolarmente o nel loro insieme rappresentano una percentuale rilevante del capitale e quindi hanno un forte potere contrattuale nei confronti del management, il loro potere contrattuale nei confronti dei soci che controllano la società rischia di essere modesto.

In alcuni studi sul mercato statunitense è stato mostrato che in una *public company* la percentuale del capitale detenuta dagli Amministratori influenza negativamente sia la probabilità che una società divenga oggetto di attivismo da parte degli investitori, sia la probabilità che le proposte siano accolte.

Il ruolo degli investitori istituzionali è stato sicuramente rafforzato dopo l'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza nel 1998, su questo punto vedi Bianchi ed altri (2002). Banca d'Italia nel 1999 ha stabilito che i fondi comuni aperti gestiti dalla medesima società di gestione non possono detenere più del 10% delle azioni aventi diritto di voto di una società quotata, o comunque un numero di azioni tale da garantire il controllo della società partecipata inoltre non più del 5% del portafoglio di un fondo comune di investimento può essere investito in titoli emessi dalla medesima società emittente. Tale limite può essere esteso sotto alcune condizioni al 10% nel caso di fondi armoniz-

zati e al 15% nel caso di fondi non armonizzati. Tra le innovazioni in tema di diritto societario rilevanti per l'attivismo degli investitori istituzionali c'è il rafforzamento del ruolo dell'Assemblea dei soci e il rafforzamento dei diritti degli azionisti (di minoranza). In presenza di una scalata ostile, la società può mettere in atto tattiche difensive solo dopo che l'Assemblea le ha approvate con il voto favorevole di un numero di azioni che rappresentino almeno il 30% del capitale. Le assemblee straordinarie deliberano con un quorum pari a due terzi del capitale intervenuto in assemblea. I poteri degli azionisti di minoranza sono stati rafforzati prevedendo che il 10% degli azionisti possa chiedere la convocazione dell'Assemblea, azionisti in possesso di almeno l'1% del capitale possono sollecitare deleghe da parte di altri azionisti per rappresentarli in assemblea, il 2% degli azionisti può proporre denuncia al Collegio sindacale per fatti censurabili, il 5% degli azionisti può promuovere azione di responsabilità contro gli Amministratori e i sindaci revisori senza il voto favorevole dell'assemblea (come avveniva in precedenza) e può presentare denuncia al tribunale per gravi irregolarità da parte degli Amministratori e dei sindaci. Agli azionisti di minoranza è concesso di nominare una rappresentanza (di minoranza) all'interno del Collegio sindacale.

Come messo in evidenza in Enriques (1998), le innovazioni introdotte nel TUF vanno solo indirettamente ad incidere sulle potenzialità che gli investitori hanno di essere attivi.

Gli aspetti più interessanti che favoriscono l'attivismo degli investitori riguardano la centralità dell'assemblea (introduzione di un quorum deliberativo di almeno due terzi del capitale presente in assemblea per le delibere in sede di Assemblea straordinaria, quorum del 30% del capitale per delibere in presenza di scalata ostile) e la possibilità per gli azionisti di minoranza di essere rappresentati all'interno del Collegio sindacale. La possibilità di bloccare delibere in istanza di OPA o in sede di assemblea straordinaria da parte degli investitori istituzionali rappresenta una minaccia credibile in società dall'azionariato diffuso. Il potenziamento dei poteri degli azionisti di minoranza per esercitare azione di responsabilità e per presentare denunce è sicuramente positivo ma più in un'ottica di minaccia piuttosto che di strada percorribile per un effettivo attivismo (le soglie sono comunque elevate nel caso di titoli più capitalizzati e di titoli con un azionista che controlla una larga parte del capitale). Come messo in evidenza da diverse indagini sul tema, queste strade sono percorse molto raramente negli Stati Uniti.

L'attuale normativa presenta comunque alcuni ostacoli all'attivismo degli investitori.

All'interno dell'attuale normativa non è prevista la possibilità per gli azionisti di presentare richieste di integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea. Inoltre l'esercizio di alcuni poteri è subordinato ad alcune condizioni che non facilitano gli investitori istituzionali: l'esercizio dell'azione di responsabilità e la sollecitazione delle deleghe sono subordinate al possesso ininterrotto (rispettivamente del 5% e dell'1% del capitale della società) per sei mesi. Da sottolineare che la quota di capitale richiesta per esercitare azione di responsabilità non deve essere poi dimessa per tutta la durata dell'azione (che si presume lunga).

Un vincolo alla partecipazione in Assemblea è rappresentato dal fatto che le azioni debbono essere depositate cinque giorni prima dell'Assemblea e che per il periodo in oggetto le azioni non possono essere trasferite. La riforma Vietti sul diritto societario ha introdotto una maggiore flessibilità su questo punto, stabilendo che il termine non può essere superiore a due giorni e che il deposito può essere sostituito da una comunicazione all'intermediario incaricato di tenere conto degli intervenuti in Assemblea. Va da sé che vincoli temporali così estesi sul possesso azionario sono un impedimento nei fatti all'attivismo degli investitori.

Altro punto critico per l'attivismo dei fondi, è che gli stessi in Italia appartengono perlopiù a gruppi bancari. Il Testo Unico della Finanza prevede che i fondi di investimento esercitino i diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari appartenenti ai fondi gestiti esclusivamente nell'interesse dei partecipanti al fondo.

Due considerazioni si impongono al riguardo. In primo luogo non è affatto detto che l'interesse del sottoscrittore coincida con l'interesse dell'azionista in particolare il sottoscrittore dei fondi avrà un orizzonte temporale limitato rispetto ad altre categorie di azionisti (lo *shareholder value* può dipendere dall'orizzonte temporale). In secondo luogo, conflitti di interesse possono derivare dalla non indipendenza dei fondi ed in particolare dal legame con istituti di credito. Il ruolo di un istituto di credito come azionista di una società, fornitore di consulenza-servizi o creditore della stessa, può rendere il fondo poco incline a svolgere un ruolo attivo circa la gestione e la *governance* della società. Il classico conflitto tra azionista-creditore può imbrigliare l'azione del fondo nonostante la presenza di muraglie cinesi; al riguardo va osservato che salvo casi particolarmente critici risulta difficile discernere i due interessi e quindi sancire *ex post* una violazione del dettame della norma. L'eventuale conflitto di interessi deri-

vante da una proprietà bancaria è aggravato dall'assenza di un rapporto banca-impresa fondato su una relazione di lungo periodo che preveda un rapporto globale in ambito e dalla cultura creditizia in Italia ancora incentrata su garanzie reali con le banche poco attive in tema di *governance* delle società.

Gli investitori istituzionali possono, invece, essere attivi in eventi specifici della vita della società (*mergers&acquisitions*, *scalate*), e possono svolgere un ruolo attivo (*ex ante*) sulla sua *governance*. Uno studio del 2003 di Barucci e Falini ha indagato le determinanti della *Corporate Governance* delle società quotate italiane. La *Corporate Governance* di una società quotata è messa in relazione con la struttura proprietaria, la *performance* ed alcune caratteristiche della società.

L'analisi ha riguardato la *governance* delle società quotate come si presenta nel 2002 sulla base dello Statuto e della relazione annuale sulla *Corporate Governance* riguardo alla adesione della società al codice di autodisciplina delle società quotate. Tra le variabili che descrivono la struttura proprietaria della società, sono state considerate la quota posseduta da fondi di investimento, fondi pensione e investitori istituzionali nel loro complesso (banche, assicurazioni, fondi di investimento, *venture capitalists*, fondi pensione, fondazioni). Sono stati presi in considerazione alcuni specifici aspetti della *governance* delle società.

Tra gli indicatori di una buona *governance* della società sono stati considerati i seguenti:

- percentuale di Amministratori indipendenti;
- presenza del voto di lista per nominare gli Amministratori;
- informazioni sui candidati alla carica di Amministratore prima dell'assemblea;
- percentuale di azioni necessaria per presentare una lista per la nomina di membri del Collegio sindacale;
- presenza di un comitato per il controllo interno;
- presenza di un comitato per la remunerazione degli Amministratori;
- presenza di un sistema di controllo interno;
- presenza limiti per materia o per ammontare di denaro alle deleghe degli Amministratori;
- adozione di limiti stringenti in merito alle operazioni sui titoli della società da parte dei dirigenti-Amministratori della stessa.

Il lavoro ha messo in evidenza che la struttura proprietaria e alcuni indicatori di bilancio delle società influenzano la *gover-*

nance delle società. In particolare, il lavoro ha inteso valutare se ci sono forze che spingono verso l'adozione di regole di *governance* virtuose e forze che invece vi si oppongono.

L'analisi empirica ha messo in evidenza alcuni risultati interessanti. Se da un lato risulta confermato che le società in cui il primo azionista detiene una percentuale elevata del capitale e che le società che appartengono a gruppi piramidali o sono puramente delle holding di partecipazioni hanno una *governance* non virtuosa, la partecipazione degli azionisti sopra il 2% non di controllo e la partecipazione degli investitori istituzionali, risultano avere un effetto non significativo o negativo.

Anche le società fortemente indebitate non hanno una *governance* virtuosa.

Alla luce di questi risultati, si può forse affermare che nel mercato finanziario italiano alcuni meccanismi che dovrebbero influenzare positivamente la *governance* delle società, tra cui gli investitori istituzionali, non hanno l'effetto che la teoria economica suggerisce. L'unico elemento positivo che emerge è che le società con un'elevata percentuale del capitale posseduto da azionisti piccoli sono caratterizzate da una buona *governance*. In questo caso l'uscita di questi ultimi (cioè la vendita delle azioni possedute) rappresenta l'unica minaccia esercitata e non una azione correttiva diretta. Gli azionisti che potrebbero esercitare una azione (investitori sopra il 2%, investitori istituzionali, banche) non riescono ad influire sulla *governance* delle società.

ALESSANDRO LAI

Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Verona

1. Gli obiettivi degli investitori istituzionali e quelli delle imprese partecipate

La comprensione del ruolo degli investitori istituzionali e degli *stakeholder* finanziari nella *governance* delle imprese, che fa da sfondo alle tematiche investigate in questo *workshop*, richiama inevitabilmente:

- a) l'esigenza di esplicitare gli obiettivi di tali soggetti;
- b) la relazione che esiste tra tali obiettivi e quelli delle istituzioni partecipate.

In ordine al primo aspetto, è possibile immaginare che la complessità dei fini collegati agli investimenti tipici dei soggetti diano detti sia riconducibile o riassumibile, talora in via alternativa:

1) ad un obiettivo di lungo periodo, orientato congiuntamente sia ad una crescita globale di valore del complesso partecipato, sia – in itinere – ad una remunerazione *pro tempore* soddisfacente, senza però che l'esigenza della seconda possa essere di intralcio alla ricerca primaria di una crescita del complesso;

2) al contrario, ad una visione di breve periodo, che trova spiegazione – se non giustificazione – nel bilanciamento del rischio «attraverso il tempo», ovvero in una permanenza limitata degli investimenti in capo allo stesso soggetto e in un *turnover* elevato di soggetti sui quali investire. È dunque questo sia il comportamento tipico degli speculatori puri, sia quello di chi va ad assecondare e sostenere processi di ristrutturazione aziendale, puntando sulla possibilità di un *new deal* apportato da un nuovo *management*, e che ritiene di doversi ritirare una volta esaurita la spinta propulsiva (del tutto tipica dei periodi iniziali) del nuovo corso. L'elevato differenziale di valore che si può ritirare in tali situazioni remunera sia l'elevato rischio tipico delle fasi di ristrutturazione, sia la rinuncia *ex ante* ad una potenziale stabilità di flussi successivi, una volta che il risanamento sia compiuto;

3) all'esigenza di talune istituzioni creditizie di non perdere i propri crediti incagliati in investimenti industriali in società in crisi e dunque ad essere disposti a convertirli in capitale di rischio, nel momento in cui si determini un rinnovo della proprietà o del *management* delle imprese affidate, come attesta l'esperienza recente del nostro Paese.

In ordine al secondo aspetto, di sopra evidenziato (cioè la relazione che esiste tra gli obiettivi degli investitori e quelli delle istituzioni partecipate), ha significato indagare se vi sia coerenza fra i due ordini di finalità che i diversi ordini di istituzioni si propongono. In particolare, con riguardo alle partecipate, ha significato osservare il modo secondo cui si percepiscono esse stesse come istituzioni.

Ciò dipende, a sua volta, dalla relazione che esiste tra tali istituzioni e il loro soggetto di governo. E qui sta un primo vero nodo o una possibile incongruenza [La trattazione qui di seguito proposta è desunta ed adattata dal mio: *Paradigmi interpretativi dell'impresa contemporanea. Teorie istituzionali e logiche contrattuali*, Franco Angeli, Milano, 2004, pp. 160-179].

In effetti, mentre da un lato il legame di tale soggetto con l'istituzione si dovrebbe presentare e conformare comunque come il più forte, duraturo e stabile – anche per coerenza con la natura dell'entità oggetto di fondazione –, dall'altro tale legame presenta diverse gradazioni di intensità e molteplici modalità di raccordo a seconda che sia possibile prospettare – su un piano del tutto empirico e coerente con una percezione anche conforme al senso comune – una identificazione dell'impresa con il suo titolare, propria delle piccole imprese a stampo familiare, ovvero che ci si riferisca ad imprese in cui il soggetto di governo detiene parte del capitale ed esprime quindi consapevolmente vettori di indirizzo coerenti con il proprio ruolo di azionista di maggioranza, fino all'impresa *public company* pura, nella quale il soggetto di governo va ricercato in forza ad una complessa azione del *management* che interpreta il mandato e l'atto fondativo d'impresa secondo una propria percezione e sensibilità, stabilendo così di nuovo con l'entità aziendale rapporti fortemente coesivi, fino a identificarsi con essa.

Accade sovente che la percezione istituzionale esterna di un insieme aziendale non appaia automaticamente rafforzata dalla presenza di un legame forte con il suo soggetto di governo, come appare più chiaro dall'esame di diverse situazioni che ora si esplicitano.

2. *Le imprese individuali e familiari*

Nelle fattispecie delle piccole imprese individuali, intendendosi quelle c.d. familiari domestiche, ed anche quelle familiari tradizionali [per la tipologia predetta si veda G. Corbetta, *Le imprese familiari. Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, Egea, Milano, 1995, p. 81 e ss.], a fondamento regolativo e normativo generalmente non formalizzato, con alti livelli di coordinamento implicito legati all'attività propria e prevalentemente esclusiva del soggetto di governo; l'identificazione del titolare (o della sua famiglia) con l'impresa determina una duplice conseguenza.

Da un lato fa sì che la durevolezza della relazione tra la proprietà e l'impresa non sia generalmente posta in discussione se non in epoche limitate, identificate e coincidenti con il venir meno della capacità di guida del sistema aziendale per effetto di età sopravanzata del titolare-fondatore o comunque di difficoltà incontrate nel gestire una successione generazionale. La stabilità

del rapporto famiglia-impresa, quale che sia la forma di *governance* prescelta per l'esercizio della stessa, conferisce al rapporto una natura intrinsecamente coesiva, atta a dare stabilità nel tempo al finalismo.

D'altra parte, in alcuni casi l'impresa non è empiricamente riconosciuta come istituto autonomo rispetto alla famiglia. Anzi, sembrerebbe non esistere soluzione di continuità fra le due entità, con evidenti distonie di comportamento in ordine sia al compenetrarsi di finalità proprie delle aziende di produzione in cui la dimensione economica è (o dovrebbe essere) fondante l'istituzione, sia a quelle istituzioni erogative in cui la dimensione economica è non primaria, posto che le finalità trascendano ampiamente quelle economiche, sebbene queste ultime assumano spesso grande rilievo.

Si determina quindi una coesione ultra-contrattuale fra famiglia e impresa: nel senso che ciò che lega l'una all'altra non è un solo legame sancito contrattualmente, né è percepito, all'interno o sul mercato, come tale. È una identificazione *a priori*, che peraltro esalta una visione istituzionale allargata, quasi di una istituzione che si pone come tale per natura sua propria e in relazione alla scelta di esercizio di un'attività d'impresa (la «famiglia imprenditoriale»), di un sistema cioè che, operando prevalentemente in contesti scarsamente competitivi, appare protetto da rischi e sopravvive fino a quando la stessa famiglia conserva le caratteristiche per perpetuarne la tradizione.

Diversa è la fattispecie delle imprese familiari nelle quali, pur riconoscendosi l'esistenza di confini tra la famiglia e l'impresa, ovvero ammettendo la separatezza fra le due entità, tuttavia – sotto un profilo comportamentale – si piegano le esigenze della seconda a quelle della prima.

In queste situazioni, il legame stretto, a-contrattuale, tra il soggetto di governo e l'istituzione-impresa non è messo intenzionalmente in discussione dallo stesso soggetto, che vede l'impresa come *longa manus* della propria persona o della propria rete di parentela. Dunque, si tratta anche qui non già di un rapporto effimero, né di un contratto prevedibilmente risolvibile su base intenzionale dal soggetto di governo, ma quasi di un sinallagma istituzionale che incorpora nell'impresa, come se le fossero proprie, le istanze di vario ordine – economiche e non economiche – della famiglia, le quali si riverberano peraltro con riflessi economici di rilievo sull'impresa.

Non è solo come se nella determinazione del finalismo e dei comportamenti dell'istituzione-impresa si prevedesse per lo «sta-

keholder famiglia» una posizione di privilegio, o di soddisfazione antergata, ovvero si considerasse con particolare riguardo quello *stakeholder* fra gli altri in quanto portatore di capitali.

In effetti lo «*stakeholder* famiglia» ha un rapporto complesso e multi-dimensionale con l'impresa: formalmente legato primariamente attraverso la proprietà del capitale, ma sostanzialmente interessato al perseguimento di obiettivi di partecipazione attiva alla gestione di diversi suoi membri, in ruoli istituzionali o direzionali, nonché alla preservazione di tale possibilità a valere nel tempo, per motivazioni che talora trascendono gli interessi economici dell'unità asservita.

Lo spostamento del finalismo da un piano strettamente economico ad un piano che va al di là di questo, rendendolo attivo ed operante attraverso il governo legittimato dalla partecipazione al capitale, può condurre ad una deviazione istituzionale rilevante, in quanto si trasfondono in un istituto economico finalità meta-economiche, ovvero proprie di un'altra tipologia istituzionale sorta e tenuta coesa di per sé da altri obiettivi, anche di per sé in assoluto del tutto legittimi, fino a quando non interferiscono con l'impresa o si surrogano a quelli tipici di una realtà aziendale.

Nelle due posizioni prospettate si inizia ad evidenziare come il meccanismo che assegna il finalismo istituzionale attraverso il soggetto a ciò deputato possa condurre a concezioni istituzionali ibride relativamente all'impresa. A concezioni, cioè, nelle quali l'idea d'impresa confligge con una visione coerente con il proprio assetto o si carica di attese proprie di un altro contenuto istituzionale. Non è posta in discussione *ex ante* la natura durevole dell'istituto, ma il suo essere stesso di impresa e la possibilità, avuto riguardo a tali vincoli, di perseguire l'equilibrio economico a valere nel tempo.

Dunque, si badi bene, all'idea istituzionale dell'impresa si affianca un'altra visione istituzionale (da qui l'istituzionalismo ibrido) carica di complessità, che tuttavia non fa immediatamente correre verso una visione contrattualistica.

Per tali motivi, oltre che per motivazioni di ordine giuridico, tali tipologie di imprese sono difficilmente partecipabili da istituzioni finanziarie o da *stakeholder* istituzionali.

Profondamente diversa è invece la situazione che vede tra famiglia e impresa un riconoscimento di rispetto e di formale distacco, senza che questo si accompagni necessariamente ad un mero rapporto contrattuale di apporto di capitale da parte del soggetto di governo o del suo reticolare ambito parentale.

Fino a quando l'impresa continua a richiamare la sua origine e fino a quando si identifica culturalmente con la famiglia che l'ha retta e la regge, per il nome che porta, per la tradizione plurigenerazionale che preserva, per le attese che in essa sono correttamente riposte da un nucleo compatto di compartecipazioni familiari, essa conserva la sua piena natura di istituzione nella quale:

– il soggetto di governo pone finalità autenticamente di lungo periodo, perché protese ad assicurare un equilibrio che non può non essere a valere nel tempo. Se la famiglia, per i motivi dianzi indicati, è «costretta» a governare l'impresa, a tramandarsela di generazione in generazione, ad esercitare una funzione durevolmente protesa ad accompagnarne lo sviluppo, non solo il sistema dei fini trova una ragion d'essere in una visione autenticamente corretta, ma è lo stesso soggetto di governo che legittima il proprio ruolo e l'onere assunto nel tempo;

– l'ambito regolativo e normativo tipico dell'assetto istituzionale si combina con un finalismo che esalta l'autonomia d'impresa e con essa quella imprenditoriale. Senza che questo di per sé possa assicurare esiti favorevoli all'operare d'impresa, più di quanto le concezioni precedenti potessero preludere di per se stesse ad esiti patologici nel breve periodo (nel lungo in realtà era molto più probabile), una concezione di tal fatta è del tutto vicina ad un'idea di impresa in cui la dimensione economica non è sopraffatta da altre e nella quale altresì l'idea istituzionale partecipa ampiamente di questa natura economica.

È chiaro dunque che se tali realtà si aprissero all'investimento esterno, magari in ipotesi di fabbisogni di crescita non compatibili con le risorse di capitale proprio della famiglia, esse diverrebbero davvero soggetti di potenziale interesse per le istituzioni finanziarie, che potrebbero svolgere peraltro un ruolo decisivo nel consentire alle stesse un salto di crescita altrimenti difficilmente attuabile.

3. *Le imprese detenute da imprenditori finanziari*

Il legame tra il soggetto che ha la responsabilità di determinare il sistema dei fini dell'impresa e l'istituzione economica che esso presiede diviene invece maggiormente critico quando il legame che suggella la responsabilità del sistema di guida e di temperamento dei diversi *stakeholder* è suscettibile di essere sottoposto ad una rescissione nel tempo con buona probabilità.

Non perché lo sia di necessità *ex ante*, ma perché le finalità proprie – non ancora trasfuse all'impresa – da parte di tale soggetto, possono essere compatibili con convenienze particolari o transeunti, con il prevalere di una logica che fa capo ad un piano articolato del soggetto di governo ma che è centrato su se stesso, specie se questo considera l'attività d'impresa non come la propria attività, ma una delle attività che lo caratterizza e che sono da lui indirizzate.

Non si tratta necessariamente di una visione miope. Certo, può forse essere imprenditorialmente miope, perché appare talora priva di quella carica di idealità complessa che dovrebbe connotare il comportamento di chi si fa carico di una impresa e soprattutto perché si pone in modo antitetico rispetto alla tensione insita in ogni impresa a durare nel tempo.

È tuttavia orientata all'ottenimento di vantaggi, specie quando si creda di poterli ritrarre sotto forma di differenziali di valore tra quanto lo stesso si evidenzia nel momento fondativo dell'impresa, o quello in cui la si acquisisce da terzi, e quello nel momento in cui se ne programma la cessione.

Questa situazione è ipotizzabile in molte situazioni anche assai differenziate, delle quali alcune particolarmente frequenti trovano riscontro quando si verificano:

- lo sviluppo multidivisionale di un'impresa facente capo ad un imprenditore, che conduca alla successiva enucleazione in imprese distinte, sebbene eventualmente controllate dal gruppo proprietario, di alcune divisioni relativi a *business* nel frattempo cresciuti ma lontani dal *core business* principale, e soprattutto lontani dalla sensibilità con cui l'imprenditore ha maturato la propria esperienza e l'ha portata ad affermarsi nel tempo; in tali situazioni, spesso un ritorno al *core business* vede un'estromissione delle unità previamente enucleate, funzionale al rafforzamento dell'altra parte del sistema che resta in capo al soggetto di governo;

- l'attrazione di imprese con attività non correlata nell'ambito e sotto il controllo di un gruppo industriale che propone a se stesso uno sviluppo diversificato, secondo un processo centrifugo rispetto all'idea originaria e soprattutto rispetto alla vocazione imprenditoriale consolidatasi nel tempo; tale comportamento trova giustificazione nell'esigenza di offrire un bilanciamento del sistema dei rischi facenti capo al sistema originario di produzione o più spesso nell'intravedere una fisiologica sperimentazione di nuove opportunità di mercato ritenute di qualche interesse;

– la programmata attività, da parte di un soggetto ad alta vocazione finanziaria, del risanamento di un'unità economica o di un gruppo che ha subito un processo di deterioramento delle proprie condizioni di equilibrio, una crisi insomma, con l'obiettivo di porre in essere il ripristino delle condizioni di economicità o di equilibrio finanziario entro un tempo compatibile con il sostegno che il mercato finanziario può offrire o con le risorse che si è disposti a scommettere;

– la presenza, nell'ambito dell'assetto del capitale, dell'ingresso di nuovi soci a basso interesse imprenditoriale, sostanzialmente investitori professionali o istituzionali in ambiti diversificati, che però condizionino strutturalmente la possibilità di sviluppo dell'impresa e le cui istanze debbano essere considerate primariamente dall'imprenditore per rendere possibile la continuazione dell'attività, in quanto il loro apporto è determinante per assicurare lo sviluppo dell'intero insieme.

Si tratta, come si vede, di condizioni nelle quali il contesto in cui matura il rapporto tra il soggetto di governo e l'impresa appare non necessariamente diretto al breve, ma certamente favorevole a focalizzare una particolare enfasi ed attenzione di breve periodo.

Come in precedenza evidenziato, il problema sta proprio nella contraddizione logica esistente fra la tensione dell'impresa alla durabilità dell'istituto nel lungo termine e la tendenziale attesa di breve del suo soggetto di governo. Questa condizione determina pertanto un rapporto impresa-soggetto di governo che si configura come rapporto quasi-contrattuale, in sé certamente più debole di un fisiologico rapporto istituzionale, e per il quale è ipotizzabile *ex ante* una possibile caduta di interesse all'esercizio dell'attività di governo.

Si badi bene. Non che una caduta di interesse per l'attività di impresa ed una conseguente cessione non sia possibile anche in altre situazioni, come nelle imprese familiari di cui si è più sopra detto. Certamente quest'ultima è situazione più rara, si va a determinare in momenti di discontinuità connessi prevalentemente a problemi di successione generazionale o quando si creano tensioni fra i rivoli della proprietà (magari per effetto della frammentazione legata all'ingresso nella proprietà della seconda o della terza generazione familiare spezzettando l'originale unitarietà del capitale di comando), in assenza di una *leadership* condivisa e invece in presenza di tensioni centrifughe dei soggetti verso direzioni non compatibili. Oppure si va a determinare quando, specie in assenza di mezzi atti a supportare la crescita, si acconsente alla cessione di

parte o tutto il pacchetto di controllo a chi invece ne è in grado finanziariamente e dal punto di vista direzionale.

Ma, quand'anche avvenisse, in questi casi il distacco non è in genere programmato *ex ante*. Anzi, è subito spesso come sconfitta, come separazione da una realtà sentita originariamente e da sempre come propria, da una istituzione che porta in sé valori sedimentati e una tradizione prolungata nel tempo.

Diversamente, nell'ipotesi di cui qui si dice, la possibilità di cessione è contemplata *ex ante* è spesso un'ipotesi di lavoro più che realistica, anche quando non prevista in tutti i dettagli nei progetti del soggetto di governo, sebbene secretata fino al momento in cui si realizza.

Il passaggio è delicato. Non si intende affermare – generalizzando – che l'imprenditore subentrante ad una situazione aziendale compromessa, oppure l'imprenditore che si espande con processi di diversificazione non correlata, si comportino necessariamente con l'obiettivo di una successiva dismissione.

Si vuole invece riconoscere che le posizioni dianzi indicate, talora anche fisiologiche nei processi di crescita dei gruppi aziendali, così come nei processi di investimento di soggetti con vaste disponibilità finanziarie atte ad essere investite secondo soluzioni alternative, possono configurare, con maggiore probabilità, comportamenti ed attese contrastanti con una visione istituzionale a pieno titolo.

Ciò perché la tensione al conseguimento di risultati di breve volge l'impresa alla selezione di investimenti, a scelte operative, a comportamenti nei riguardi degli altri *stakeholder* che non sempre sono in linea con uno sviluppo calibrato e coerente a valere per il lungo termine.

A maggiore ragione, ciò è vero quando tale massimizzazione si rivolge a determinare comportamenti – sempre di lungo termine – che puntano alla massimizzazione del valore del capitale d'impresa a vantaggio dell'azionista, il tutto mosso non già da una legittima istanza che contempera gli equilibri fra *stakeholder* secondo una fisiologica composizione degli stessi, ma piuttosto nel convincimento che sia possibile orientare tale composizione per avvantaggiare – nel breve – alcuni *stakeholder*, gli azionisti di controllo appunto, anche a discapito di coloro che in medesima guisa, subentreranno nei processi di governo.

In generale, è la tendenziale finanziarizzazione dei sistemi aziendali a determinare una «crisi empirica» della visione istituzionale, nel senso che la stessa sembra essere spesso contraddetta dai comportamenti effettuali del soggetto di governo.

Quanto maggiore è la mobilità dei capitali sui mercati finanziari, quando più repentine sono le instabilità cioè le accelerazioni e le decelerazioni dei mercati di sbocco o di acquisto, quanto più ampi i differenziali che nel tempo si formano nelle dinamiche del valore economico delle imprese, talora riflesse in correlati andamenti di borsa, quanto maggiore è la volatilità generale dei mercati dei capitali, ebbene tanto maggiore è la tentazione per un numero anche ampio di soggetti di surrogare comportamenti che rafforzano durevolmente il sistema aziendale con comportamenti che massimizzano le utilità contingenti di chi si trova a «transitare» entro di essi, evidentemente a scapito di coloro che ne assicurano invece la continuità nel tempo.

E questi ultimi rimangono legati con legami contrattuali sì ma assai spesso con prospettive tendenzialmente di lungo termine, come avviene quando il sistema si è avvalso di professionalità maturate in lunghi anni di servizio e di affinamento dei propri saperi applicati.

Come si vede, dunque, le imprese detenute da imprenditori finanziari sono facilmente avvicinabili da istituzioni finanziarie e da *stakeholder* istituzionali. Resta tuttavia da non dare per scontato la collimanza tra gli obiettivi degli uni e degli altri, che va preliminarmente indagata sia in chi accoglie l'apporto di capitale, sia da parte di chi entra e sottoscrive quote di *equity*.

4. *Le imprese a proprietà diffusa del capitale*

Del tutto capovolta rispetto alla visione dianzi indicata è la situazione di sistemi aziendali, prevalentemente di ampia dimensione, che vedono una proprietà diffusa del capitale, l'inesistenza di un socio di comando ed eventualmente la presenza di un'oligarchia proprietaria abituata alla concertazione. Di un'oligarchia che fa capo ad un contesto culturale o locale ben definito. Oppure che si configurano essenzialmente come *public company*.

La percezione di senso comune di queste realtà aziendali conduce in genere a riconoscere ad esse il ruolo di istituzioni del sistema economico, secondo una visione ed una qualificazione probabilmente atecnica, ma certamente comprendente in se stessa molti degli elementi che qualificano da un punto di vista aziendale la fattispecie in oggetto e che sono riconducibili per sintesi a:

– la molteplicità e varietà dei soggetti coinvolti a titolo di *stakeholder*, legate alla vastità delle dimensioni di tali entità, che in

genere si estendono latamente in un ambiti territoriali differenziati e coinvolgono vaste aree sia di operatori-satelliti, sia di personale attratto da bacini locali, sia di clientela vasta e diffusa, la cui eterogeneità e dispersione è connessa all'articolazione della rete di collocamento dei prodotti o all'eventuale utilizzo della grande distribuzione, oltre che alle politiche di indirizzo nello scenario competitivo;

– la riconoscibilità esterna dei fini istituzionali, al di là delle scelte particolari degli organi di governo che ne reggono *pro tempore* le sorti, talora enfatizzata dal rilievo che le scelte di fondo di tali realtà vengono a trovare sia in ambiti qualificati sia attraverso i mezzi di comunicazione di massa. Tali fini si affermano e trovano stabilità anche per effetto di una tradizione solo lentamente sovvertibile, perché percepita e fatta propria non solo da coloro che intrattengono usualmente rapporti con l'istituzione, ma anche da soggetti terzi, nella misura in cui le vicende societarie, il percorso di sviluppo, le tensioni organizzative interne, le eventuali temporanee crisi e il loro superamento, nonché i sovvertimenti nell'assetto di *governance* divengono di dominio comune e sono vissuti con tanta maggiore partecipazione quanto maggiore è la vicinanza territoriale o culturale con i soggetti dell'ambiente (anch'esso a sua volta territoriale, economico o settoriale) in cui queste realtà operano;

– il ruolo sociale assunto da queste realtà aziendali, riconosciuto largamente a livello locale o nazionale, qualche volta finisce persino per surrogare, nella percezione e nell'attesa comune, la tensione verso l'economicità, nel senso che la spinta verso l'assolvimento di obblighi sociali si sovrappone – sempre nella percezione di senso comune – alla tensione verso l'equilibrio. Esiste infatti una correlazione assai stretta tra il territorio in cui queste entità operano e ritraggono le condizioni del proprio sviluppo e le attese dello stesso che confida nella possibilità di una ricaduta fattiva di quella presenza. Ne è testimonianza ad esempio l'attesa verso il sostegno di attività a beneficio della comunità da parte di istituzioni creditizie, finanziarie e assicurative, da parte di grandi imprese, piuttosto che la sponsorizzazione di eventi di interesse comune, anche al di là dei razionali orientamenti in ordine ad azioni di *marketing* indirizzate a *target* davvero coerenti con la missione aziendale;

– infine, esse rappresentano l'alveo istituzionale entro il quale appare fisiologico l'impiego delle forze migliori in uscita dal sistema scolastico e universitario, che percepiscono come premiante la possibilità di avviare in essi percorsi di carriera verticali o trasversali.

Per tutti questi motivi, l'idea istituzionale è *in rebus* in queste realtà. Ne è peraltro testimonianza indiretta l'attenzione che viene rivolta ad esse dalle pubbliche istituzioni e, nelle eventuali situazioni degenerative dell'equilibrio economico, l'attenzione che il sistema di governo locale o nazionale riserva loro, oltre che per favorire la preservazione di opportunità di impiego per la forza lavoro, anche per assicurare la preservazione della culturale industriale tramandata nel tempo e le competenze che si sono stratificate positivamente, anche a prescindere dalle situazioni di (temporaneo) squilibrio. Che sono esse stesse parti inestricabilmente legate al contesto nel quale sono inserite e al quale vengono sempre ricondotte.

Se dunque questa è la visione per le quali si caratterizzano tali entità aziendali, resta ancora da chiarire:

– quale particolare concezione istituzionale si affermi sia nella percezione di senso comune, sia in quella vissuta all'interno delle istituzioni medesime e in che termini essa sia più o meno vicina alla visione aziendalistica dell'impresa;

– come queste concezioni possano essere recepite ed alimentate dal soggetto che ne interpreta e rende vive le finalità istituzionali e in particolare chi esso sia e come interpreti la tensione verso la durabilità nel tempo dell'intero sistema.

Riguardo al primo aspetto, si coglie con certezza che le percezioni di senso comune, radicate nella visione istituzionale che viene ricondotta dall'esterno a queste realtà, corrono e si estendono inevitabilmente tra una concezione autenticamente aziendale e una più propria di ambiti sociologici e socio-politici e le abbracciano trasversalmente.

La possibilità di raggiungimento dell'equilibrio economico nel tempo è percepita all'esterno come un dato quasi *a priori* perché dipendente da un impianto organizzativo e gestionale solido e sperimentato nel tempo, perché legata ad una visione confermata dall'esperienza del territorio, perché l'esistenza di tali entità si pone alla base del vivere comune di una città, di un luogo distrettuale, di una nazione. *In unum* perché ciascuna di esse è vissuta e percepita come istituzione, anzi come l'istituzione per antonomasia.

Così, l'attenzione del contesto sociale in cui sono inserite si sposta dalla preservazione dell'equilibrio verso l'attenzione alle ricadute anche meta-aziendali che tali istituzioni sono in grado di determinare. Le stesse istituzioni politico-sociali, sia espressione dei governi locali o nazionali sia di altre aggregazioni proprie della società civile, esercitano frequenti pressioni con ampio conte-

nuto economico, che travalicano l'oggetto del *business* tipico, in quanto hanno per oggetto attese in ordine alla crescita globale di un certo territorio, nel quale il posizionarsi stesso di tali istituzioni lascia un segno e concorre ad alimentare la cultura e latamente lo stesso ambiente sociale entro cui esse vivono e si collocano.

Si osservi che tale concezione non è spesso estranea alla base azionaria diffusa che le connota e che si rivolge ad esse riponendo attese complesse, per due ordini di ragioni:

– perché il possesso azionario, ampio o limitato che sia, in relazione alle possibilità individuali o familiari di ciascun investitore, denota e contraddistingue comunque l'appartenenza ad una certa comunità, nella quale si riconoscono valori e radici comuni e con la quale si vuole condividere il rischio insieme a coloro che insistono negli stessi luoghi economici, rischio che si ritiene controllato ed accettabile, forse anche per questo senso di appartenenza;

– perché l'attesa per una remunerazione confacente del capitale apportato, proporzionata nel tempo al rischio dell'investimento, si combina con l'attesa per una crescita di valore in orizzonti temporali che hanno ampiezza pari a quella di una o più frequentemente di due generazioni familiari, fra le quali i pacchetti azionari vengono tramandati e divengono disponibili – ed eventualmente frazionati – in occasione della caduta in successione ereditaria; si tratta dunque di orizzonti stabilmente orientati al lungo termine, sebbene aperti e sensibili a *trend* che possano determinare convenienze estemporanee, specie quando il risparmio che si è indirizzato in tali pacchetti azionari vuole essere ridiretto a particolari esigenze della famiglia, in genere di ordine immobiliare;

– perché comunque anche l'attesa per evoluzioni repentine di valore dei titoli, che possano suggerire comportamenti meramente speculativi da parte di alcuni soggetti, trova – in genere – maggiore diffusione in azionisti estranei all'ambiente territoriale entro il quale l'istituzione economica è cresciuta, in soggetti che appaiono più largamente assenti dalla partecipazione alla vita societaria.

La presenza di tali soggetti non è peraltro affatto ininfluenza nel soddisfacimento dell'interesse economico degli *stockholder* legati al territorio, soprattutto dal punto di vista del valore percepito dei pacchetti azionari e del loro riflesso sull'apprezzamento o deprezzamento del titolo nei mercati di borsa.

Infatti, mentre i primi soggetti manifestano attese e comportamenti prevalentemente conservativi, in quanto il legame natu-

rale con il territorio li porta a considerare il loro investimento con caratteri di durevolezza temporale ed in modo relativamente indipendente dalle sue *performance*, nei secondi invece l'attenzione alla *performance*, sia reddituale sia in termini di creazione potenziale di valore, trova evidenti riflessi sull'appetibilità della partecipazione al capitale di tali entità anche da parte di coloro che non hanno manifesti legami economici, affettivi o sociali con il territorio.

Posto che, in genere, il vero flottante azionario è animato non nominalmente ma *de facto* dai soli titoli detenuti da soggetti non collegati da legami affettivi, e più attenti alle *performance* aziendali così come alle aspettative che si rendono manifeste attraverso i piani industriali e gli altri strumenti di informazione economico-finanziaria disponibili sui mercati finanziari, le situazioni di cui sopra possono condurre a contrastare o addirittura a capovolgere il giudizio espresso dall'altra specie di azionisti.

La conformazione azionaria di realtà quali quelle dianzi rilette, diffuse con capillarità sul territorio ed emblematicamente rappresentate dagli istituti di credito popolare o alimentate dall'idea del credito cooperativo, conduce dunque a processi di «doppia delega» ad organi di governo e di direzione.

È doppia perché la tensione positiva verso quel finalismo composito di cui si è prima data traccia, deve però riuscire a incorporare correttamente, nei vettori di comportamento propri di un istituto economico, i comportamenti che soddisfano più latamente anche attese di tipo sociale.

Non che queste non siano riconducibili alla visione istituzionale economico-aziendale, ma certamente i confini talora sono estremamente labili: la tensione verso l'una visione o verso l'altra può esporre al pericolo non solo di disequilibrare i comportamenti che hanno riflesso sulle risultanze economico-finanziarie nel breve periodo, ma anche e soprattutto di incrinare il sentiero di crescita nell'ambiente competitivo a motivo di una tensione sbilanciata verso una delle due dimensioni fondanti di ciascun istituto: quella economica e quella sociale, in senso lato, comprendendo in quest'ultima istanze culturali, artistiche e di varia altra natura.

Le complessità da gestire attengono a momenti propri di scelte operative, di scelte strategiche ed anche infine di altri momenti di discontinuità aziendale, legati a eventi societari caratterizzanti.

Fra quelle riconducibili ad aspetti operativi, basti ricordare i confini talora estremamente labili esistenti fra un'azione di *mar-*

keting con vera efficacia sul territorio e il sostegno economico (sotto forma di sponsorizzazione, ad esempio) ad iniziative di varia specie in cui sia possibile identificare la presenza dell'istituzione come soggetto promotore, o ancora iniziative di sostegno e di beneficenza.

Nell'ambito delle difficoltà ascrivibili ad una dimensione più vicina alle scelte strategiche, si pensi invece al necessario ripensamento dei percorsi di crescita, specie quando un'istituzione percepita come inestricabilmente locale ricerchi di espandersi anche secondo una prospettiva ben più ampia, per assecondare o anticipare inevitabili tendenze generalizzate dei mercati in cui opera, peraltro corrispondentemente perdendo quella identificazione che prima la contrassegnava nei rapporti con il proprio territorio d'origine e dunque con la minaccia di rendersi meno visibili ed attente alle istanze territoriali.

Fra gli altri eventi societari caratterizzanti, si pensi ad esempio a quelli, compiuti in molti contesti locali da organizzazioni come quelle a cui ci si riferisce, legati alla decisione di spostare la negoziabilità del titolo da ambiti protetti e controllati (negoziazioni guidate in cui i prezzi sono frutto della «mano visibile» di un operatore o addirittura dello stesso soggetto cui i titoli si riferiscono, meccanismi di controllo nell'ingresso di nuovi soci, vincoli al passaggio di mano a pacchetti detenuti da soci, mercati ristretti, ecc.) verso mercati aperti, di tipo borsistico.

Anche quando la spinta verso questa direzione non è primariamente spiegata dall'esigenza di rastrellare risorse aggiuntive necessarie per lo sviluppo ed altrimenti irraggiungibili, ma è prevalentemente indotta dalla riconosciuta insufficienza dei mercati ristretti ad assicurare la possibilità di una compiuta circolazione delle azioni, specie quando la capitalizzazione societaria raggiunga livelli elevati, l'uscita da tali mercati ristretti determina un sovvertimento delle logiche di circolazione, che introducono una doppia figura di *principal*, secondo la terminologia propria della visione contrattuale dell'impresa.

Le conseguenze possono avere riflessi anche sui valori correlati a tali eventi: se infatti il primo tipo di circolazione, quella limitata e coscospicua, si connota per una sostanziale «affezione societaria» da parte di un primo tipo di *shareholder* – quelli più tradizionalmente legati all'impresa – e ciò può sostenere i valori azionari per effetto di visioni orientate al lungo termine, il riscontro tecnico di efficienza di breve è invece più prossimo alla sensibilità di eventuali sopravvenienti investitori, i quali fondano i propri ragionamenti economici su attese diverse da quelle for-

multate dai soggetti testé indicati. Da qui i divari tra i prezzi antecedenti e susseguenti all'accesso a mercati ampi.

La dicotomia dei *principal*, che risente di queste due tensioni valoriali di fondo, si trova peraltro riflessa nei ruoli, nelle attenzioni e nei comportamenti propri di coloro cui è lasciato il compito di esprimere per sintesi le finalità istituzionali supreme e di tracciare la linea di indirizzo attraverso coerenti politiche di gestione.

Non è insolita la situazione per la quale tale dicotomia si riverberi a sua volta in una dicotomia degli organi di governo supremo, disegnata quasi sempre verticalmente, ma talora anche secondo una complanarità orizzontale e una differenziazione di funzioni nell'ambito degli stessi organi.

Si tratta di una visione che non dà conto soltanto della usuale distinzione fra proprietà e *management*, tipica dell'impresa manageriale, sui cui fondamenti e sulla cui esperienza hanno trovato elaborazione e *test* le visioni manageriali e quelle contrattualistiche dell'impresa.

Certamente, il meccanismo delegante ad una direzione staccata dalla proprietà è tipico anche di queste situazioni, qualifica una posizione del *management* che lo vede responsabile di andamenti le cui attese vengono spesso correlate ad una qualche variabilità dei compensi, prevede generalmente una delega operativa e direzionale a tutto campo, ma estende la sua sfera di influsso anche alla individuazione e selezione di alternative strategiche che vengono sottoposte per la condivisione agli organi supremi di governo.

Il tutto si presenta con una distinzione fondamentale, che è bene rimarcare. Il meccanismo di delega segna ed identifica infatti una barriera difficilmente attraversabile dagli organi supremi di governo in ordine alle scelte di tipo direzionale e operativo, di cui il *management* si rende ineludibilmente responsabile e perciò geloso della propria relativa indipendenza decisionale. Tale indipendenza viene manifestata a valere per tutti i livelli manageriali sottostanti in ordine sia alla articolazione organizzativa, sia al contenuto della delega ai manager dei livelli successivi, sia infine alla verifica degli esiti di tale delega, per i risvolti operativi di competenza.

Per le scelte di tipo strategico si stabilisce invece una necessaria separazione complementare tra l'intuizione di cui – per sola proposta – si fanno carico gli organi direzionali perché consapevoli con immediatezza delle condizioni di mercato e altresì delle potenzialità e dei limiti degli assetti organizzativi interni, e

invece la responsabilità di condivisione di tali scelte da parte di soggetti che, nel caso delle suddette *public company*, hanno pure ricevuto delega da una proprietà diffusa: i delegatari sono appunto i membri del Consiglio di Amministrazione.

5. *La partecipazione ai Consigli di Amministrazione*

L'esigenza di verificare se vi siano collimanze tra l'obiettivo di fondo dell'impresa partecipata (industriale, assicurativa, bancaria), ovvero del suo soggetto di governo, e quelli propri degli investitori istituzionali o degli *stakeholder* finanziari va dunque continuamente proposta in relazione alle varie fattispecie che concretamente si presentano: qui sopra si è proceduto per sintesi (e per esemplificazione estrema) con riguardo ad una possibile tassonomia di soggetti di governo.

Se l'obiettivo è collimante, la convergenza istituzionale tra soggetto di governo dell'impresa partecipata e soggetto partecipante dà credibilità alla nomina, nei *Bord of Directors*, di amministratori indicati dalle istituzioni finanziarie.

Il mercato ne riconosce la presenza, ne apprezza l'autorevolezza e ne percepisce il ruolo di garanzia anche per gli investitori non rappresentati: si realizza così una straordinaria sintonia tra obiettivi dell'istituzione partecipata e quella dei suoi azionisti, presenti o no nei Consigli.

Ma se l'obiettivo dell'istituzione che partecipa non è collimante o non è del tutto collimante con quello della realtà aziendale partecipata, se la prima non è in grado di incidere sui processi decisionali della seconda, allora la presenza di Amministratori nei Consigli diviene alternativamente, o un mero fatto formale, o una situazione assimilabile a quella di una forma di controllo, attuata attraverso una via diretta simile (o in aggiunta) a quella propria dei cosiddetti Amministratori indipendenti.

Un'indagine presentata in un Convegno internazionale su *Accounting and Regulation* che si è tenuto nei giorni 30 settembre 2004, 1° e 2 ottobre 2004 all'Università degli Studi di Siena [si tratta del lavoro di M. Allegrini, E. Bandettini, S. Bianchi Martini, G. D'Onza, *Corporate governance: a comparison amongst italian, british and american listed companies, work in progress*], indagine riguardante le principali cinquanta imprese italiane quotate (oltre che presso la Borsa italiana) anche a New York e a Londra, ha messo in luce che, dal punto di vista meramente quantitativo, l'Italia è straordinariamente simile alla Gran Breta-

gna e agli Stati Uniti: l'effetto del codice Preda sulla nomina di uno o più Amministratori indipendenti, almeno sotto un profilo formale (ovvero in base alle autodichiarazioni contenute nella relazione sulla *Corporate Governance* trasmesse al mercato) ha portato a far sì che i *Bord of Directors* di tali imprese siano composti per il 52% di Amministratori indipendenti, contro il 57% di Regno Unito e il 70% degli Stati Uniti; il peso degli Amministratori non esecutivi è invece del 78% in Italia rispetto al 61% del Regno Unito e all'82% degli Stati Uniti.

In realtà, il problema vero non è quantitativo, ma è invece rappresentato dalla qualità di tale partecipazione ai *Board*: essa fa infatti riferimento all'esigenza che i comportamenti dei soggetti coinvolti in qualità di Amministratori siano orientati ad una autentica visione istituzionale.

Una visione che trova cioè, nell'azienda controllata, il momento alto e unitivo di tensione verso un risultato condiviso: chi siede in quei *Board* diventa espressione dell'azienda partecipata, incarnando esigenze che sono anche certamente esterne, che possono indubbiamente rafforzare sul mercato la credibilità dell'azione di governo intrapresa, ma che lì si compendiano in un luogo istituzionalmente diverso rispetto a quello dal quale quegli stessi amministratori sono stati nominati.

Insomma, se questo è l'*animus* di chi va a ricoprire questi ruoli, allora ci potrà essere una crescita di cultura aziendale e di cultura economica che non può non andare a beneficio congiuntamente delle imprese partecipate e di quelle partecipanti.

Un'autentica crescita del mercato dipende anche dalla capacità delle istituzioni finanziarie e degli *stakeholder* istituzionali di comprendere che le entità partecipate sono, prima che oggetti di investimento, esse pure e primariamente imprese.

GLI INCONTRI DEI CORPORATE GOVERNANCE FORUM

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 nell'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, Ordinario di Diritto Amministrativo nell'Università degli Studi di Roma Tre

Giustino Trincia, Vice Segretario Generale di Cittadinanzattiva

Andrea Zoppini, Ordinario di Analisi Economica del Diritto nell'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 dell'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 dell'Università Tor Vergata

Massimiliano Nicodemo, Studio Belluzzi & Associati

Marco Pacetti, Rettore dell'Università Politecnica delle Marche
Enzo Pesciarelli, Preside della Facoltà di Economia, dell'Università Politecnica delle Marche
Gennaro Pieralisi, Presidente di Nuova Maip SpA
Roberto Pinza, Membro della Commissione Finanze, Camera dei Deputati; Tesoriere dell'Arel
Mario Sarcinelli, Presidente del CERADI, Centro di ricerca per il diritto dell'impresa, 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'Arel; Responsabile economico 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'Arel
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; Ordinario di Istituzioni di Diritto Privato nell'Università 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 nell'Università di Brescia
Paolo Panteghini, Docente di Scienza delle Finanze nell'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 nell'Università di Sassari e IGIER Bocconi
Carlo Scarpa, Direttore del Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Brescia
Maria Grazia Speranza, Preside della Facoltà di Economia dell'Università di Brescia
Antonio Taverna, PricewaterhouseCoopers
Andrea Zoppini, Componente della Commissione Vietti; Ordinario di Istituzioni di Diritto Privato nell'Università Roma Tre

Torino 14 aprile 2003

«La Riforma del Diritto Societario: prime verifiche»

Ferruccio Auletta, Professore Associato di Diritto Processuale Civile nell'Università di Perugia
Emilio Balocco, Responsabile di Consulenza Generale, SanPaolo IMI
Franco Bonelli, Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Genova
Sergio Duca, PricewaterhouseCoopers
Luigi Guidobono Cavalchini Garofoli, Presidente di UniCredit Private Banking
Matteo Mattei Gentili, Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari nell'Università di Pavia; Presidente di Banca Euro-mobiliare
Aldo Milanese, Presidente dell'Ordine dei Dottori Commercialisti, Torino
Paolo Montalenti, Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Torino
Roberto Pinza, Membro della Commissione Finanze, Camera dei Deputati; Tesoriere dell'Arel

Giuseppe Pirola, 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 nell'Università Cattolica di Milano
Andrea Zoppini, Componente della Commissione Vietti; Ordinario di Istituzioni di Diritto Privato nell'Università 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, Ordinario di Diritto Pubblico dell'Economia nell'Università 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, LUISS «Guido Carli»
Valter Lazzari, Professore di Economia degli Intermediari Finanziari nell'Università Carlo Cattaneo-Liuc e nell'Università Bocconi
Matteo Mattei Gentili, Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari nell'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, 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, Ordinario di Diritto Pubblico dell'Economia nell'Università 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 nell'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, Ordinario di Finanza Aziendale, Facoltà di Economia dell'Università Cattolica, Milano
Mario Cattaneo, Ordinario di Finanza Aziendale, Facoltà di Economia dell'Università Cattolica, 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, LUISS «Guido Carli»
Giorgio La Malfa, Presidente della Commissione Finanze, Camera dei Deputati
Valter Lazzari, Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari nell'Università Bocconi
Matteo Mattei Gentili, Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari nell'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, Ordinario di Economia Aziendale nell'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 nell'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 dell'Università di Padova

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

Gilberto Muraro, Professore di Scienza delle Finanze dell'Università di Padova; Presidente del Comitato per la vigilanza sull'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 Produttive, 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 dell'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, Ordinario di Economia Politica, Facoltà di Economia dell'Università «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, 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

Finito di stampare
nel mese di gennaio 2005
Grafica Cristal S.r.l., via Raffaele Paolucci, 12/14 - 00152 Roma