



**LA CORPORATE GOVERNANCE
TRA INTERESSI E VALORI**

Atti
Corporate Governance Forum

Roma 5 luglio 2002

*A cura di **Roberto Zei** (Pirola, Pennuto, Zei & Associati) e **Antonio Taverna** (PricewaterhouseCoopers)*

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

© 2002 Corporate Governance Forum - Via Vittor Pisani 20 - 20124 Milano

SOMMARIO

Benvenuto

Gianfranco Imperatori pag. 5
Presidente Associazione Civita

Coordinamento

Antonio Taverna » 7
Partner PricewaterhouseCoopers

Introduzione

Francesco Favotto » 8
Preside Facoltà di Economia, Università degli Studi di Padova

Interventi

James R. Doty » 14
Partner Studio Legale Baker Botts, Washington

David Devlin » 29
Vice Presidente FEE – Federazione Esperti Contabili Europei

Giampaolo Galli » 38
Chief Economist Confindustria

Enzo Cardì » 43
Presidente Poste Italiane

Alessandro Profumo » 46
Amministratore Delegato UniCredito Italiano

Conclusioni

Antonio Taverna » 49

GIANFRANCO IMPERATORI

Presidente Associazione Civita

Desidero porgere a tutti Voi il benvenuto all'incontro odierno: Civita è particolarmente onorata di accoglierVi nella sua sede.

Sono grato a PricewaterhouseCoopers per aver organizzato questo colloquio ed ai relatori per aver accolto l'invito a dibattere il tema della *corporate governance* che rappresenta un argomento di attualità non solo per gli studiosi, i managers, gli imprenditori e i banchieri, ma soprattutto perché sta diventando un tema di attualità per il complesso dell'opinione pubblica, per le particolari questioni che solleva in materia di rapporto tra economia, giurisprudenza ed etica.

La testimonianza di James Doty e David Devlin sarà particolarmente stimolante per un confronto con la realtà italiana.

Finanziamento all'impresa e mercato dei capitali. Cosa manca davvero al sistema Italia?

È ormai opinione largamente condivisa che uno dei fattori di maggior debolezza del capitalismo italiano sia la virtuale assenza di investitori istituzionali solidi, e in particolare dei fondi pensione. In un contesto in cui il tessuto imprenditoriale è nel complesso solido e profittevole, e la quantità di risparmio resta su livelli da record mondiale, diventa allora fondamentale favorire l'affermazione di investitori che possano drenare risparmio ed investirlo nelle nostre imprese.

Da banchiere, vorrei soffermarmi brevemente sul rapporto che oggi intercorre, nel nostro Paese, tra mercato dei capitali e finanziamento all'impresa, e spiegare perché sono più ottimista di chi dice che in Italia mancano strumenti di investimento istituzionale, e più pessimista di chi vede nei fondi pensione la soluzione al problema.

Sono più ottimista dei primi perché vedo affermarsi in Italia quelle pre-condizioni che all'estero, ed in particolare nei paesi anglosassoni, hanno permesso lo sviluppo del sistema degli investitori istituzionali:

– la separazione funzionale tra banche commerciali e banche di investimento, come evoluzione rispetto al modello della

banca universale che accentrava presso un'unica entità creditizia tutte le forme di finanziamento all'impresa, dagli impieghi alla partecipazione al capitale di rischio.

- Una maggiore specializzazione dell'offerta di servizi finanziari alle imprese, e la conseguente segmentazione del mercato tra banche erogatrici di credito, di finanza aziendale e di capitale di rischio.

- Lo sviluppo di strumenti derivati dedicati (*credit derivatives*), che permette l'interazione tra una pluralità di attori sul mercato.

Negli Stati Uniti i frutti di queste trasformazioni sono ormai maturi. Se nei primi anni ottanta il credito bancario rappresentava il 50 % del finanziamento aziendale con un rimanente 45% rappresentato da obbligazioni *corporate* e un 5% da *commercial papers*, nei primi anni novanta tale incidenza era scesa al 35% con un forte incremento dei *corporate bonds* al 60%. Il peso delle banche commerciali nei prestiti sindacati passava inoltre dal 70% nei primi anni novanta, al 45% dello scorso anno mentre quello degli investitori istituzionali cresceva dal 17% al 48%.

Sono più pessimista dei secondi perché, negli ultimi anni, tutte le innovazioni sostanziali nel rapporto tra finanza e impresa si sono affermate più in risposta a fattori di difficoltà o di crisi, che non in base a un progetto di sviluppo economico:

- I limiti di capitale proprio delle banche: gli impieghi impegnano capitale in maniera inefficiente, con rischi difficilmente diversificabili se paragonabili al mercato nel suo insieme.

- Le concentrazioni bancarie: il processo di M&A fa diminuire il numero dei fornitori di credito e aumentare il rischio di concentrazione del portafoglio clienti.

- I vincoli fiscali: i dividendi sono soggetti a doppia tassazione con banche che pagano le tasse sui loro guadagni derivanti dagli impieghi e gli investitori che pagano le tasse sui dividendi distribuiti dalle banche. Investire direttamente in *corporate bonds* o in *basket* di debiti genera, sotto questo profilo, efficienze notevoli.

In un quadro così complesso ed articolato, la riforma della normativa sul TFR potrà esplicitare tutte le sue benefiche potenzialità nel rafforzamento del meccanismo degli investitori istituzionali solo se farà parte di un più generale disegno di politica economica, fondato sulla valorizzazione del risparmio italiano per lo sviluppo dell'impresa italiana.

Ciò non significa affatto tornare a un approccio economico «nazionale», o peggio ancora a quell'«isolazionismo finanziario» contro cui, per decenni, in tanti abbiamo lottato, ma soltanto chiarire che il rafforzamento dei fondi pensione, di per sé, non garantisce che si inneschi il circolo virtuoso tra risparmio, finanza e impresa.

ANTONIO TAVERNA

Partner PricewaterhouseCoopers

Il colloquio odierno rappresenta un momento importante del *Corporate Governance Forum* in quanto è occasione di confronto con le realtà degli Stati Uniti e dei principali Paesi europei.

Desidero ringraziare il Professor Imperatori, per l'ospitalità nella bellissima sede di Civita ed i relatori, per aver accolto l'invito a questo incontro. Mi auguro che, come per il passato, esso sia generatore di spunti per il dibattito sulla *corporate governance* e per il miglioramento delle regole del nostro Paese, nel momento in cui si è posto mano alla riforma del diritto societario.

Quando abbiamo dato vita al *Corporate Governance Forum*, il nostro obiettivo era di proporre alla comunità economica italiana un argomento che ritenevamo cruciale per la competitività del sistema-Paese. Oggi, come ha appena detto il Professor Imperatori, l'Italia è ancora solo al sedicesimo posto per competitività tra i Paesi industrializzati: resta quindi molto da migliorare, anche se molto si è fatto.

Dal punto di vista della *governance* e dell'informazione societaria è mia convinzione personale che, comunque, la posizione dell'Italia è migliore di quella che generalmente i vari operatori esteri tendono ad attribuirle.

Il colloquio di oggi riprende il discorso di un incontro tenuto nello scorso mese di novembre a Padova, in collaborazione con la Facoltà di Economia, in cui, in un periodo meno turbolento rispetto a questi ultimi mesi, si discusse di *corporate governance* nell'ottica della *sustainability*. Enzo Cardi ed Alessandro Profumo furono tra i relatori in quella occasione.

Oggi, Francesco Favotto, Preside di Economia all'Università di Padova, introdurrà il dibattito partendo dalla discussione di Padova e riproponendo il tema della *corporate governance* alla luce degli scandali finanziari di questi mesi. Cedo la parola al Professor Favotto.

FRANCESCO FAVOTTO

Preside Facoltà di Economia, Università degli studi di Padova

Ringrazio il dottor Taverna per l'opportunità offertami di poter proseguire un percorso sia di ricerca, sia di dibattito e divulgazione sui temi della *corporate governance* che ci ha visto insieme nel passato e spero ci veda insieme nel futuro.

Il mio ruolo è quello di elaborare in chiave introduttiva, la tesi che sottende il titolo di oggi, cioè che la *corporate governance* evolve, cambia, si modifica dagli interessi ai valori. C'è sempre ambiguità nel definire cosa si 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 etc.

Questa tesi secondo cui la *corporate governance* cambia, evolve, si presta ad essere trattata lungo quattro chiavi di lettura che tra l'altro è facile recuperare dal percorso del Forum sulla *corporate governance* tenuto dalla Pricewaterhouse da sei, sette anni a questa parte. Si tratta di variabili che oggi vengono in qualche modo investite dagli shock che abbiamo conosciuto in queste ultime settimane.

In sostanza la *corporate governance* anche nel nostro Paese evolve da un primo aspetto che è una lettura come sistema di controllo interno, ad un secondo stadio in cui ci si è preoccupati di rivalutare la categoria della «reputazione» che un'impresa deve avere nel sistema economico-competitivo, sociale, finanziario etc. La terza dimensione coinvolta nella *corporate governance* è la dialettica tra *shareholders* e *stakeholders* che da qualche tempo a questa parte è sempre più adottata in chiave collaborativa anziché competitiva, e la quarta è la *corporate governance* come *disclosure, voluntary disclosure* che parte dai *reporting* delle dimensioni economiche-finanziarie per farsi carico della comunicazione del rischio, della sostenibilità, del bilancio sociale etc.

Ci sono dunque quattro variabili che convivono nell'evoluzione del dibattito sulla *corporate governance* nel nostro paese da sette, otto anni a questa parte che brevemente ripercorrerò.

La *corporate governance* come sistema di controllo interno nasce nel 1997 con la legge delega al governo, la cosiddetta legge Draghi e viene definita:

- sistema di controllo interno volto a fornire trasparenza e credibilità, con meccanismi gestionali del controllo interno, della valutazione dei rischi e del monitoraggio della gestione,
- disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento a Collegio sindacale,

poteri delle minoranze, sindacati di voto e rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio degli azionisti di minoranza,

- applicazione al codice di autodisciplina delle società quotate.

Le premesse quindi poste nel 1997 dal dibattito e poi dalle soluzioni normative riescono a mettere in moto dinamiche e cambiamenti; diverse società hanno avviato sperimentazioni con forme anche originali di controllo interno, diverso dal controllo di gestione che nasce invece dal paradigma di *Anthony* del 1965 e che rivaluta le informazioni contabili a fini di analisi dei costi e di valutazione di scostamenti. C'è una casistica variegata, ma non si è arrivati ancora a capire in che cosa potrebbe consistere il controllo interno; si ricostruiscono i processi organizzativi decisionali, vengono ricostruiti i flussi interni, si studiano le relazioni tra le unità organizzative, si approfondiscono le coerenze tra competenze specialistiche e competenze trasversali. Insomma in diverse società si fanno varie sperimentazioni sull'attività di controllo interno. Inoltre nel nostro Paese come in altri, si assiste alle prime astensioni nel giudizio delle società di revisione a fronte di bilanci di incerta affidabilità. Nei primi sei mesi del 2002 sono sette i casi di semestrale di bilancio a fronte dei dodici casi registrati in otto anni, fra il 1993 e il 2002. Ciò è dovuto alla legge Draghi che chiede ai revisori di esprimere un giudizio sul parere sottoscritto. Dunque si vedono risultati evidenti dovuti alle scelte avviate dalla normativa.

Il secondo aspetto della *corporate governance* è quello della «reputazione».

Già nel Forum di Padova dello scorso novembre, ricostruendo il dibattito dei precedenti incontri del Corporate Governance Forum ed in particolare l'intervento del Dottor Mario Dragi del 1998, del Professor Mario Sarcinelli del 1999, del Dottor Sandro Salvati del 2000, si era convenuto che la «reputazione» aveva guadagnato centralità come valore qualificante, con una conseguente maggiore attenzione alle attività, ai processi, ai risultati delle politiche aziendali, rispetto invece ai ragionamenti sulle regole e sulle strutture su cui ci si era fino allora prevalentemente concentrati.

Sulla «reputazione» un problema ormai chiaro è la sua rappresentazione quantitativa e contabile. Non basta infatti proclamarla, sottolinearla, specificarla, ma occorre invece definirla in modo da strutturarla in entità misurabile e condivisibile.

Un'approssimazione alla definizione di reputazione viene offerta dal concetto di avviamento che, ad esempio negli Stati Uni-

ti, da quest'anno contabile, non è più un costo pluriennale (come siamo normalmente abituati a trattarlo sul piano contabile), ma è un *asset* intangibile. È un valore intangibile che si presta a svalutazioni e rivalutazioni. Si tratta dunque di un cambio di prospettiva che aprirà risultati interessanti, anche se è chiaro che la reputazione – come si è visto in casi quali Enron, Andersen ed altri – da *asset* quasi inestimabile, si azzerava in poche settimane, in qualche caso anche in una notte. Quindi esiste un problema sulla reputazione di una *accountability* che richiede sperimentazione ed investimenti ad hoc.

La terza dimensione della *corporate governance* è quella dell'approfondita dialettica fra *shareholders* e *stakeholders* con il richiamo alla necessità che gli azionisti sappiano farsi carico anche delle aspettative dei portatori di interesse che gravitano attorno all'impresa.

Peraltro già come avvenuto nel seminario di Padova e come alcuni autori hanno proposto, questa dialettica tra *share* e *stake* non va interpretata come antagonismo tra interessi diversi (questo modello di lettura è datato, è meccanico, si fa carico più della logica distributiva dell'utile, che non della logica produttiva e creativa dello stesso); la modalità virtuosa è quella della ricerca di modalità di coordinamento ed integrazione fra aspettative, interessi ed obiettivi nel medio periodo.

Anche nel nostro Paese ci sono diverse evidenze per cui spesso gli *stakeholders* chiave sono anche *shareholders* (azionariato sparso, fondi pensione, partnership). Prende quindi forma un interesse intersoggettivo generale sempre meno distante dalla somma degli interessi singoli. In questi casi, anche se trainate da logiche di mercato, alle imprese conviene spingere verso un coordinamento integrato, una strategia condivisa, più che cercare di riconciliare interessi conflittuali.

Insomma occorre guardare sempre più a logiche collaborative di medio e lungo periodo, senza occuparsi solo della distribuzione, del risultato, tenendo conto degli interessi coinvolti.

Da ultimo, dentro a questa visione d'insieme, diventa centrale il discorso della *disclosure* e della *voluntary disclosure*. La connessione tra reputazione, strategia condivisa e *voluntary disclosure* appare chiara e determinante. È quindi in questa chiave che si spiegano gli investimenti sul bilancio sociale, la normativa della Commissione dell'Unione Europea di un anno fa sul bilancio sociale, l'esperienza di alcune imprese che informano il mondo esterno anche sul tasso di rischio coinvolto con la situazione del business (rischi di mercato, di credito, rischi operativi, rischi an-

che riguardo alla misurabilità), l'attenzione a rendicontare sulla sostenibilità del business, sull'impatto sociale, ambientale e così via.

Questo ultimo versante mostra come anche la *disclosure*, il *reporting*, la rendicontazione devono fare la propria parte in questo modello di *corporate governance*. Essi costituiscono una leva strategica non solo per informare il mondo esterno e richiamare capitali e risorse, ma anche per creare un ambiente complessivo favorevole all'innovazione, all'investimento, al progresso anche all'interno dell'impresa, mirando ad acquisire una legittimità operativa da parte del più ampio numero possibile di individui attuali e potenziali. Poi però c'è il problema di quali dati diffondere, di assegnare loro un'importanza, essendo fra attori diversi.

Esiste un pubblicazione di prossima uscita della Pricewaterhouse che mostra che ciò che il management di un'azienda ritiene significativo, importante in termini di *reporting*, è assai diverso da quanto ritengono importante gli analisti e gli investitori. C'è anche un importante dibattito fra questi sulla utilità della *disclosure*, con le diverse parti coinvolte.

C'è anche la qualità dei dati, non solo dei dati contabili, e la qualità delle informazioni che vengono erogate. Negli Stati Uniti da qualche anno, sulla parte qualitativa dei *report* si chiede un'espressione esplicita da parte di *auditors* esterni e dal 2001, quando si procede alla valutazione di una società, gli analisti hanno l'obbligo di far riferimento a fonti neutre e non a fonti informative della società valutata.

Cosa succede dunque di questa articolazione evolutiva delle varie dimensioni della *corporate governance* alla luce degli eventi recenti?

Ciò che per alcuni versi appare è un ritorno all'indietro, cioè il dibattito tende a ripartire dalle regole e da eventuali nuove regole che vanno introdotte per superare esperienze come quelle avvenute di recente. A questo proposito, ad esempio, anche la pubblicistica nazionale ha riportato le quattro idee guida che la Borsa degli Stati Uniti vorrebbe, a breve, approvare: la maggioranza dei membri del Consiglio di amministrazione deve essere indipendente, i Consiglieri di amministrazione devono potersi riunire senza la presenza dei manager, i comitati compensi e nomine formati solo da consiglieri indipendenti, i piani di *stock options* approvati anche dai soci.

Mettere mano alle regole del gioco a livello di Borsa e di mercato finanziario è indispensabile, anche per mostrare reattività

da parte delle istituzioni, ma non sarà di per sé sufficiente. L'importante sarà di non perdere, in questa fase traumatica, l'articolazione del dibattito sulle quattro variabili che vi ho illustrato, perché il problema della *governance* non è solo un problema di regole del gioco, ma è un problema di strategia, di reputazione sui mercati rispetto ai vari interlocutori esterni e di qualità dell'informazione che viene proposta.

Probabilmente una delle variabili che anche nel nostro Paese verrà rivalutata dagli eventi recenti, è quella della struttura, della composizione e del funzionamento del Consiglio di amministrazione: infatti sarà sempre più importante recuperare quel primo passaggio della proposta della Borsa statunitense che riguarda la presenza di un numero maggiore di interlocutori indipendenti nei luoghi dove si deve operare una mediazione tra la volontà degli azionisti e la volontà e la iniziativa dei manager. Probabilmente la presenza di interlocutori indipendenti ai vertici delle società con una qualificazione personale ed esperienze nel settore, ma non collegati alla storia della singola impresa, rappresenterà in molti casi una possibile evoluzione per il futuro.

Spero di aver chiarito il quadro del riferimento del dibattito avvenuto in questi ultimi anni sui termini del problema e cedo ora la parola ai prossimi relatori.

Grazie.

ANTONIO TAVERNA

Il Professor Favotto, nella sua presentazione, ha accennato al ruolo di PricewaterhouseCoopers nel dibattito sulla *corporate governance* in Italia.

Prima di dare la parola ai relatori e dare inizio alla discussione, vorrei dire poche cose su questa nostra attività.

Desidero riallacciarmi al motivo per il quale, nel 1995, abbiamo lanciato questo progetto. Uno dei temi più sentiti, allora, era la scarsa competitività del sistema-Paese nei mercati finanziari, l'inconsistenza della Borsa italiana. D'altro canto era chiara la volontà politica di partecipare al Mercato Unico Europeo e, quindi, la necessità di creare le condizioni per incrementare la competitività stessa. Ricercammo allora un tema d'interesse centrale, collegato al rapporto tra impresa e mercato finanziario, capace di sollecitare un dibattito sulle riforme necessarie.

I nostri colleghi negli Stati Uniti avevano collaborato con una Autorità governativa alla stesura di una pubblicazione, conosciuta

come CoSO Report, lavoro che fissava i riferimenti per una buona *governance*, dal punto di vista dell'organizzazione aziendale.

Richard Breeden, che aveva appena lasciato la presidenza della SEC, era entrato nel gruppo dei consulenti di Coopers & Lybrand. Egli ci indicò la *corporate governance* come uno dei grandi temi per lo sviluppo del mercato in quegli anni.

Pensammo di coinvolgere nell'iniziativa un Comitato scientifico composto da circa cento personalità del mondo imprenditoriale italiano, proprio per avere le testimonianze concrete e rilevare quali fossero le esigenze di chi viveva, giorno dopo giorno, il problema della *governance*.

Nell'organizzare i lavori di ricerca e supporto, fui colpito da uno studio della Toronto Stock Exchange dal titolo «*Where were the directors?*» in cui si rimarcavano le responsabilità degli amministratori verso l'impresa ed il mercato ed il ruolo giocato in alcuni scandali occorsi in quel Paese. Il titolo, oggi, potrebbe essere «*Where were we?*»; il problema della *corporate governance* non riguarda soltanto gli amministratori, ma altri soggetti sono altrettanto coinvolti: i revisori, le agenzie di rating, le agenzie di vigilanza, le borse ecc..

Come detto anche allora, il dibattito era sollecitato da fatti patologici: in Inghilterra il rapporto Cadbury usciva dopo le vicende BCCI e Maxwell.

In Italia, in questi anni che hanno seguito la riforma Draghi, negli incontri del *Corporate Governance Forum* abbiamo avuto modo di apprezzare i notevoli progressi della qualità della informazione societaria e della tutela degli investitori.

Ritenendo che molto fosse stato detto sul controllo e sulla tutela, la crescente attenzione posta alla creazione del valore ci ha spinto a dare rilievo anche al ruolo degli *stakeholders* ed al ruolo sociale dell'impresa.

Al Forum di Padova il tema centrale fu la *sustainability*.

Oggi, l'esperienza ci dice che in tema di controlli tanto è stato detto e troppo poco è stato fatto; riteniamo perciò utile fare un passo indietro e riprendere questo tema per capire, per quanto possibile, perché certi fatti sono accaduti.

Uno degli argomenti da affrontare è quello della *disclosure*.

Durante il primo Forum, che tenemmo nel 1998, dopo la presentazione della Legge Draghi, un relatore fece notare quanta confusione esistesse in questo campo ed in particolare in quello dei principi contabili. Parlando della crisi delle banche giapponesi, egli affermava che, se si analizzavano i bilanci delle società di uno stesso settore operanti nei paesi del G7, non era possibile

un confronto; i principi contabili di riferimento nei vari Paesi erano profondamente dissimili. Così, se fossero stati applicati in Giappone i principi contabili adottati negli Stati Uniti, la gravità della situazione di queste banche sarebbe stata evidente molto tempo prima.

Da questi accenni sullo stato dell'arte emerge che, dopo cinque anni, siamo ancora a parlare degli stessi problemi: il mancato funzionamento dei *boards*, la scelta dei principi contabili, quale *disclosure* dare al mercato. Spesso le cose da fare sono chiare, poi diventa difficile applicarle.

In Inghilterra, ad esempio, è stato adottato da poco un principio contabile per la contabilizzazione degli schemi di pensione; la sua applicazione sta per essere rinviata, perché probabilmente i bilanci di qualche società ne verrebbero stravolti.

I temi da approfondire quindi non mancano. Il colloquio odierno sarà l'occasione per confrontare la situazione della *corporate governance* nelle principali economie e fare un confronto con l'Italia, ora che è in discussione la riforma del diritto societario.

Il primo relatore è James Doty, avvocato di Washington dello studio Baker Botts: Doty ha una notevole esperienza in tema di *corporate governance*, in quanto ha partecipato a diversi comitati che si sono interessati alle analisi e quindi alla regolamentazione del mercato. Egli ci porterà le novità legate alle discussioni in corso al Congresso per le riforme sollecitate dallo scandalo Enron.

JAMES R. DOTY

Partner Studio Legale Baker Botts, Washington

Corporate governance: the enron crucible

In a period of transforming changes, public figures and lawyers alike reach out for «organizing concepts» – ideas that provide order, clarity, comprehension to what would otherwise be utter confusion. In recent weeks, a series of corporate scandals, following hard upon the collapse of Enron, have injected turbulence into global financial markets. In such times, an organizing concept may provide comfort that a process of uncertain outcome does not entail financial Armageddon. In such times we all look for signs that calmer, more prosperous waters lie ahead.

With his articulation of the theory of «creative destruction», the economist/ historian/philosopher Joseph Schumpeter delivered up such an organizing concept. When organizations crumble under the pressure of transforming change, Schumpeter counseled, don't focus on the dust and the rubble, but on the nature of the forces at work and – most important – on what the destruction creates that is new, innovative, useful. In contemplating the collapse of Enron¹, one can see Schumpeter's point. For, in the midst of the human and economic cost – the pain and loathing – that has attended the collapse of Enron, one can spot the signs of creation, of new institutions, of new ways of doing things, that will strengthen the U.S. (and potentially, global) capital markets and restore confidence in the integrity of our corporate institutions.

I. The Enron Crucible: More than Just a Corporate Scandal

As one whose job it is to think about corporate governance, and on that basis to give legal advice to boards of directors and their audit committees, I can attest that few of us lawyers who were participating in corporate governance projects a year ago ever thought that our issues would be centerpiece stories for the evening news, or that journalists would be interested in audit committees, or would be found throwing around terms such as «good corporate practice».

But what a difference is made by a year – specifically if it includes the bankruptcy of the 7th largest U.S. corporation. Further, this is not all about Enron. A recently published list of major companies «facing serious questions about their business practices» runs to 18 companies, and includes some household names (Xerox, Kmart, Lucent)². And suddenly – you may have noticed this if you are reading our papers closely – the news in my country is all about audit committees, boards of directors, auditor independence, financial disclosure – it is all about corporate governance.

I am also aware, since I read your journals from time-to-time, that there is some «political buzz» to the effect that

¹ As the context makes clear, The «Enron Crucible» or case of Enron is used to refer not to the specific facts of Enron's collapse but to the larger, financial, accounting and corporate accountability or governance crisis, which has ensued, and of which Enron is the most conspicuous example.

² See *The Wall Street Journal*, June 20.

Enron's collapse has dealt a «big black eye» to U.S. corporate governance, put a dent in the image of U.S. securities regulation, demonstrated the futility of U.S. accounting – any or all of the above. Maybe so – but that (in my view) is to miss the Schamperian point, and to rake over the rubble at the risk of missing the real news.

And so I am here to argue to you the other side of that buzz. It goes as follows: (i) that we are witnessing the consummation of an irreversible change in the way major business corporations will be governed, a change wrought not by acts of Congress, but by the power of ideas taking charge of practice; (ii) that the regulatory proposals pending as a response to the Enron collapse will change an important cornerstone of our financial system – the auditing profession; and (iii) that out of the Enron crucible should emerge, as a collateral result, the achievement of two highly desirable goals – the convergence of accounting standards (or achievement of a true international GAAP) and the broadening of participation in market capitalism by making every wage-earner an informed investor³.

What is transforming the corporate landscape is a trend that has been gathering steam for more than a decade. «Post-Enron», however, these trends are not merely the subject of discussions among corporate legal scholars – they are the daily subject of every major financial journal. The President has a 10-point plan to address investor confidence. The SEC has opened a record number of enforcement «matters under investigation» and, sensing an *annus mirabilis* of corporate reform, the U.S. Congress has jumped into the process in a major way. As a result, in the destruction of Enron, we are witnesses of a new creation.

The Emerging Governance Regime And How It Is Transforming Practice

Federal Reserve Chairman Alan Greenspan recently remarked, in the course of a Congressional hearing appearance, that the structure of the business corporate model – boards of directors overseeing management employees and accountable to shareholders – was here to stay. Chairman Greenspan does not

³ These last are aspirational goals, I recognize. They should not be dismissed as a fringe-group manifesto but the completion of initiatives begun before Enron. In particular, that of giving each wage-earner the opportunity to have a managed retirement account was the goal of President George W. Bush when he took office, and I shall touch on why it is important to our global capital market and why it is practical, in spite of the recent corporate scandals.

expect the collapse of Enron to lead to a jettisoning of the fundamental model of the business corporation; and I do not think you will find many corporate lawyers who would disagree with him.

One is struck by the fact that the Federal Reserve Chairman is called upon to confirm his belief in the survival of the basic corporate governance structure (of Board oversight of management, accountable to shareholders). For, although the external architecture of the boardroom may survive, the old place is in for a real renovation. The attendees and the agenda are in for a shake-up. Although civility among directors and officers should survive, «business-as-usual» will not. The board room will not be a cozy place. The result of this shake-up will be a noticeable loss of power, authority, control by the professional managers.

Consider the changes that are in process:

On March 7, President George W. Bush announced a broad, ten-point «Plan to Improve Corporate Responsibility and Protect America's Shareholders»⁴. The range of these proposals, many of them reflected in legislative and regulatory proposals, is quite broad: Investor access to information; enhanced personal responsibility of CEOs for the accuracy of information and for abuses of their authority; greater scrutiny of the insiders' gains in corporate America; integrity of the auditors and the financial reporting. There are recurring reform themes that we have not seen coming out of The White House since Theodore Roosevelt's first administration, in the early years of the last century. For our purposes, I do not propose to march through a catalog of the proposals but to highlight those developments which, I believe, we are likely to be living with. In some cases, these were powerful ideas at work to reshape corporate governance before Enron. The crisis has accelerated their becoming the new regime. For that reason, one must look first to the NASDAQ and NYSE – so-called «self-regulatory organizations» which often set the tone in this area.

The New York Stock Exchange is poised to make changes to its listing standards to:

- *Increase the role and authority of independent directors* –
- independent directors would comprise a majority of the board;

⁴ More recently SEC Chairman Harvey Pitt sent the President a letter outlining the steps which the Commission would be taking within the existing jurisdiction to implement that plan.

- Boards must convene regular executive sessions in which non-management directors meet without management;
- Audit committees, nominating committees and compensation committees are required, comprised solely of independent directors;
 - The chair of the audit committee must have accounting or financial management experience;
 - Audit committees would have sole responsibility for hiring and firing the company's independent auditors and for approving significant non-audit work by auditors.
 - *Tighten the definition of «independent» director and adding new audit committee qualifications:* An affirmative determination of independence would be required – *i.e.* a board finding of no material relationship of an independent director with the listed company;
 - a 5-year «cooling-off» period would apply to former employees of the company or of its independent auditor, or for employees of a company whose compensation committee includes an officer of the listed company (*i.e.* «interlocking» relationships) or for immediate family members of any of the foregoing;
 - Director's fees must be the sole compensation an audit committee member receives from the company (*i.e.* no consultants), and an audit committee member associated with a major shareholder (20%) may not vote in audit committee proceedings.
 - *Foster a focus on good corporate governance:* Corporate governance guidelines, charters for all major committees, codes of business conduct will be required.
 - *Give shareholders more opportunity to monitor and participate in governance:* These reforms include shareholder voting on all equity based compensation plans, disclosure of waivers of codes of conduct for directors or executive officers; and foreign private issuers would have to disclose any significant ways in which their corporate governance practices differ from the NYSE listing standards.
 - *Establish new control and enforcement mechanisms:* The CEO must certify annually that the company has established and complied with procedures for verifying the accuracy and completeness of information provided to investors and he or she has no reasonable cause to believe such information is not accurate or complete. The CEO must further certify he or she:
 - has reviewed with the board those procedures and the company's compliance; and
 - is not aware of violation of NYSE listing standards.

Remedies for relations of these listing standards would include public reprimands, suspension, delisting.

The *NASDAQ* has its own proposals for enhanced governance standards. It is not out of disrespect for the *NASDAQ* (and Amex) that we are focusing on the NYSE reforms. It should be noted that the *NASDAQ* (and Amex) have always got a tough job in standard-setting, because they have younger companies with smaller market capitalization: The range of that market necessarily results in making some rational distinctions among the standards applicable to companies admitted to trading there.

The *SEC* has pending rule proposals⁵ that would require a company's CEO and CFO to certify the contents of the company's quarterly and annual reports to the effect that:

- he or she has read the report;
- to their knowledge the information is true in all important respects as of the last day of the period covered; and
- the report contains all information of which they are aware believed important to a reasonable investor (as of the last day of the period covered by the report)⁶.

And there are legislative proposals. The Banking Committee of the U.S. Senate has voted out of Committee, for Senate consideration, The «Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002» (S. 2673, June 25, 2002) that would (among other things) provide for:

- enhanced SEC authority to bar individuals - by administrative order - from serving as officers or directors of public companies;
- require CEOs and CFOs to disgorge bonuses, stock profits or other incentive pay earned within a year of accounting restatements, if «misconduct» was involved.

⁵ Announced June 12, 2002, these proposals are part of the President's 10-point «Plan to Improve Corporate Responsibility and Protect America's Shareholders», announced March 7, 2002, and may be viewed on the SEC's website: <http://www.sec.gov/news/press/2002-88.htm>.

⁶ Information is «important to a reasonable investor» if there is «substantial likelihood» the reasonable investor would view the information as altering the total mix; or the report is misleading to the reasonable investor if omitted. (Note: The proposal does not apply to a foreign private issuer.)

On June 27, Chairman Harvey Pitt announced the Commission's Order under Section 21(a) of The Securities Exchange Act (File No. 4-460) requiring sworn statements from senior officers of certain companies (with reported revenues of more than \$1.2 billion), regarding the accuracy of their financial statements and consultation with audit committees.

The foregoing are, of course, the formal, prospective changes that are in the works to address the role and relationships of the board and professional management. Consider that CEOs and CFOs are being forced out of their jobs at a rate which, until a couple of weeks ago, exceeded the rate of elimination of World Cup Teams. Consider also that there are grand juries sitting, Assistant U.S. Attorneys subpoenaing and, inevitably, shareholders suing. In all these cases the conduct under scrutiny includes individuals – officers, directors, auditors and, in one highly-publicized case (Tyco) corporate counsel.

What should one expect as an emerging governance model within the boardroom?

– *Directors are not just management's consiglieri: They are professionals and «governance proctors.»*

The rules will prohibit a «cozy» and forgiving relationship between the board the company's professional managers⁷. This does not mean that in every case where the company discovers it has a problem the «CEO and CFO must go». It does mean that senior management must deal decisively (and publicly in some cases) with problems where they surface in the organizations, must establish a culture of compliance «from the top down», and must communicate and enforce the corporate ethics code.

The best CEOs, of course, have always treated their independent directors as *consiglieri*, drawing on the experience of independent directors, involving them in the decisional process, achieving consensus on the tough decisions. Some of the CEOs we have been reading about seem to believe independent directors are best cultivated as domesticated mushrooms – kept in the dark and covered with a heavy blanket of mulch.

– *Directorship is not an honor but an avocation.*

Directors have to be prepared to work, and work hard, to master their company's business strategy, to understand how it is implemented, to assure that compliance regimes are established and communicated from the top down, and to take an activist role in confronting and dealing with problems as they arise. This does not mean that directors must become the day-to-day managers: it is a fundamental governance principle that directors (and senior officers) have to be able to rely on the reports and

⁷ The SEC's «Audit Committee Disclosure Rules» adopted in 1999 and effective in 2000, had the stated object of achieving this relational shift. The NYSE proposals complete that shift.

information furnished by others in the organization. But that reliance does not permit passivity and comatose ratification of management's recommendations and requests.

- «*The Pay's the Thing*»

The developments we are seeing are transforming the culture of the boardroom, for the better. But they will be judged marginal, and they will not restore confidence in our corporate culture, if the public is skeptical that executive pay has any relevance to executive performance. To see that public revulsion over executive pay is close to the heart of the current crisis, one need only consider the following:

- Since 1985, for example, the pay of workers has risen 63%, the S&P 500 Index 443%; but the pay of CEO's of 50 major companies rose by 886%;

- In 1985, top CEOs were paid 70 times what the average worker was paid. In 2001, the average pay for these top CEOs was 410 times the pay of the average worker.

- In 2001, the average compensation package value for top CEOs was \$10,457,800⁸.

In the past decade this pay disparity has prompted Congressional proposals to (i) cap CEO pay with absolute dollar limits, (ii) tie the maximum CEO pay to top worker levels or to averages for the entity, or (iii) limit the deductibility of certain amounts⁹. This time around, the legislative proposals focus on enhanced enforcement remedies – disgorgement and criminalization.

It may be fairly suspected that their own compensation became the private obsession of some of these CEOs, who in many cases were not brilliant entrepreneurs, risking their own capital and investing their own «sweat-equity» to bring a novel product or better service to the market. To the contrary, in many cases the modern CEO is an alumnus of a consulting firm, or a fugitive from law or accountancy – professional managers, at best. Small wonder that it does not sit well with the investing

⁸ These comparisons appeared in *The New York Times* on Monday, June 24, as a graphic to an article titled «The Imperial Chief Executive is Suddenly in the Cross Hairs». The *Times'* sources include data assembled by a private research firm, the Pew Research Center, and the Bureau of Labor Statistics.

⁹ This last measure became law and contributed to the surge in stock options grants which are now at the center of the public storm over compensation levels.

public that their company may boast of having had the cheapest audits while their management ranks near the top of the CEO payroll scale. We are not speaking here of the «good guys» – managers who know their business, work hard and voluntarily take pay cuts when the business is not going well. But the overall perception of the professional CEO is not, of course, communicated by the «good guys!».

Making this difficult to deal with for compensation committees is the fact that, while there are rules and an emerging body of learning to guide audit committees, compensation committees are pretty much on their own. Of course, there are consultants designing and marketing executive compensation plans. But they tend to be focused on balancing tax and accounting advantages. For appropriate levels of compensation the independent director has been given tabular comparisons that have suggested an ever-upward trend in top-CEO pay. In few cases have compensation committee chairs stood up before shareholder meetings and proclaimed «We have employed the least-expensive management team in our industry!».

It may not be any easier, post-Enron, to deal with executive pay issues. Unless the compensation committee becomes as activist as the audit committee, their process will be viewed as the same old, convention-bound *Kabuki*.

– *Board Recruitment/Board Advisors*

Board activism, independence and efficiency, all salutary, impose costs. First, there is the difficulty of identifying and attracting the competent individuals to fill the roles contemplated by the governance regime. This has led NASDAQ's Chairman, Hardwick Simmons to consider creating a central pool of individuals qualified and willing to serve public companies. Others have suggested that independent boards and their specialized committees will need their own budgets, with which to engage their own legal counsel, compensation and pension experts, headhunters and the like. In short, better corporate governance raises resource allocation issues for managers, boards and their constituencies, the shareholders.

– «*Criminalization*» and *Enron*

From the earliest days of our «modern» economy – since the «Dutch Tulip Bubble» and the «South Sea Bubble» burst, since John Law's Mississippi Company broke the newly-founded Banque Générale (1720) – Western Civilization has been seemingly unable to devise sanctions stiff enough to deter the greed of a

few¹⁰. If the allegations of the complaint by the U.S. Attorney in Brooklyn, lodged against three representatives of National Westminster Bank are true, Enron officials actually set up a vehicle and recruited help in defrauding both Enron and Nat West. If the allegations reported are true, they represent criminal conduct; and the laws on the books are sufficient to address that conduct.

The public statements of President George W. Bush, Congressional leaders, the Chairman of the SEC and other law-enforcers, indicate that all are interested in seeing the deterrent effects of the law brought to bear on the kind of conduct now alleged in the Brooklyn courtroom. The deterrent effects of civil fines and penalties and of criminal sanctions has long been available for egregious conduct. Where independent directors and conscientious security managers will need help, lies in avoiding the imputation to the corporate entity of criminal responsibility, where the egregious conduct represents the actions of a small group of irresponsible individuals within the corporation. Fortunately, there are legal guidelines. Boards of directors will be advised to know their company's compliance program, and be satisfied that it meets criteria for effectiveness set forth in U.S. Sentencing Guidelines for corporations¹¹.

– *The Wreck of Arthur Andersen*

The most important consequence for criminalization of corporate conduct to emerge from the Enron scandal is the implosion of a major accounting firm on grounds of obstruction of justice. Here, the most troubling aspect of the imputed criminal liability stems from the instruction of the court – that it was not necessary to find that criminal conduct reached a certain level of

¹⁰ How did the French bureaucracy of Colbert come to grief at the hands of a smooth-talking Scot? The French putting John Law in charge of their entire finance ministry was analogous to putting a management consultant in charge of a major gas company! The entire episode of boom and crash of the French financial markets in 1716-1720 is lucidly described by Will and Ariel Durant in *The Age of Voltaire* (1915). The similarities to our current crisis are striking.

¹¹ These duties, and the consequences for imputation of criminal liability if the duties are not fulfilled, are described in *In re Carmark International Derivative Litigation*, 698 A.2d. 9 §9 (Del. Al. 1996).

In addition th the SEC's own «Statement on the Relationship of Cooperation to Agency Enforcement Decision» Rel. No. 34-44969 (October 23, 2001) contains important guidance for avoiding civil enforcement penalties.

decision-making, or unnecessary even that the jury agree on who in the organization committed the crime of obstruction, in order to impute the crime to the entire firm¹².

The wreckage of Arthur Andersen, a casualty of Enron, reminds us of the enormous power of prosecutorial discretion, and reinforces the importance that criminal prosecutors use their power carefully, with discrimination.

* * *

This is an appropriate time to turn to the second, major theme which emerges from the Enron Crucible – imminent changes in the regulation of the auditing and accounting profession.

II. Public Accounting in the «Enron Crucible»

In April, President Luigi Spaventa, on behalf of the CONSOB¹³ addressed the Italian Stock Exchange, in the Mezzanotte palace, the historic seat of the Milan Exchange. In a thoughtful review of the international financial system (which included Enron and its aftermath), he observed that in 1998 Italy instituted major legislative reforms of its financial regulatory system. The Consolidated Act on Finance, or *Testo Unico di Finanza*, included new regulations of auditing firms. I was surprised to learn that rotation of independent auditors under Italian law is supposed to be mandatory, with the audit engagement limited to three years and renewable only twice.

We in the U.S. are, as you may have gathered, engaged in a great debate over accounting reform and auditor oversight. That there are competing models for an accounting oversight

¹² I do not know whether that was a correct instruction under the law, and would not speculate on whether that rule will survive or will be applied in other contexts (as opposed to being merely confined to the facts of Enron). I can say that such an expansive view of corporate criminality threatens the corporate life of the good guys as well as the bad guys – indiscriminate criminalization of the entity for the actions of a few will threaten the enterprises with established procedures and active, informed boards.

¹³ The Italian National Commission for Corporations and the Exchange. As a result of the reforms of the Consolidated Act, Mr. Spaventa sees more cases of accounting irregularity coming to the attention of the supervisory authority.

body – one Republican and one Democrat – would suggest to the more cynical among us that we are going to get some form of enhanced regulatory oversight of the accounting profession, as a result of Enron. The Republican model, sponsored by Representative Michael Oxley (R. Ohio) in the House, gives legislative underpinnings to the proposal by the SEC (on June 20) of a new «Public Accountability Board.» The Senate model, sponsored by Senator Sarbanes (D. Md.), would create a new «Public Company Accounting Oversight Board»¹⁴. As the country approaches mid-term elections, a battle looms over these proposals: but one result seems clear – we are going to have a new Accounting Oversight Body (the «Board»), and the relationship of the accounting profession of federal governmental authority is going to be significantly changed. To count but a few of the ways:

- There will be periodic reviews, more frequently than under the old peer review system, and now by a federal regulatory or quasi-regulatory agency;
- The reviews will go to quality controls, independence issues, and compliance, with standards set by the Board;
- In contrast to the old AICPA, all auditors of public companies will have to be members of the oversight regime, contributions to the maintenance of the Board (the Senate Bill expressly makes foreign public accounting firms auditing U.S. list companies subject to the Board's authority);
- The Board will have an array of remedial, sanctioning authority;
- The Board will have a majority of «public» (i.e. non-accounting-firm) members.

Finally, whatever steam may have remained in the debate over the separation of audit from non-audit activities, as a means of assuring auditor independence, Enron has transformed the tide of separation into a *tsunami*. There will be an accelerated trend to separation of non-audit functions and a heavier burden of showing that rendering of ancillary services to the public company should be performed by its auditors.

All of this is part of the governmental interest in restoring public confidence in the accounting function and the reliability and transparency of reported financial information.

¹⁴ S. 2673 (June 23, 2002).

III. A «Syzygy¹⁵ of Factors»

Before we assume the problem will be solved with a legislative/regulatory «fix», however, we should reflect on what really happened to cause loss of confidence in the system in the first place. To be sure, some of it relates to the terrorist attacks of September 11, some to the burst of the «new economy» bubble. Commentators have recalled the theory of the late John Kenneth Galbraith, that in flush times the watchdogs relax, and it becomes easier for fraud to slip by. There was, however, something different about Enron that makes it different from other «accounting busts,» something about the current situation that has been present in past industrial «shakeouts».

First, the accounting rules have reached a state of extreme complexity. As the SEC's Chief Accountant, Robert Herdman, has pointed out, the FASB rules that constitute U.S. GAAP are not only supremely complex, but they attempt to cover a maximum variety of circumstances and therefore take too long to promulgate and revise. More important, this complexity seems to invite an hyper-technical approach to the application of accounting principles – «check the box accounting» as Mr. Herdman aptly characterized the phenomenon.

Second, the compensation rules of corporate society came to rely heavily on components tied to the market price of the company's stock which in turn emphasized the importance of meeting short-term analysts' expectations, at all costs to accounting transparency, in some notorious cases.

Third, the compensation rules of the major accounting firms seemed to transmute the auditor into a proactive marketer of the firm's consulting services. Perhaps more important, the accountants become the vendors of techniques to increase corporate financial performance – tax deferral, cash flow acceleration, earnings management – and thus boost executive pay.

These circumstances aligned just as the market place for financial instruments was rapidly expanding the multiplicity and complexity of financial instruments, in all sorts of transactional contexts.

Little wonder that the expertise of boards and audit committees did not match the velocity of this change. Little wonder that

¹⁵ «Syzygy: the nearly straight-line configuration of three celestial bodies». *Webster's Third New International Dictionary*.

directors accepted «opaque» explanations for financial disclosure purposes. Little wonder that we have accounting restatements aplenty!

As a first step in restoring confidence, we need to take a deep breath and recognize that not all these accounting restatements involve the self-dealing of Enron: in many cases we are looking not at attempts to conceal losses and siphon off improper gains from «special purpose vehicles», but just plain error in the understanding and application of complex rules. (Xerox has this past week revised again its restated numbers – the result of reclassifying as leases transactions previously booked as sales).

As a complement, boards of directors and investors should all be less naive about how much an audit (based as it is on selecting sampling) represents. Auditors in turn, will be more careful in designing the audit. After Enron, there will be «heightened scrutiny» by outside auditors, by internal corporate audit staff, by corporate accounting and – since the CEO and CFO will be certifying the filings – by senior management.

If the planets were aligned for financial misreporting and confusion a year ago, they may now be aligned for constructive changes.

As to the future of the accounting profession, expect audit committees to want to know whether they are getting the best audit as opposed to the cheapest audit, and to press this audit firm to show that the right people, with the requisite skills, have been put on the job. If the problem has been that public accountancy was not recruiting well and was suffering from low self-esteem (an analysis advanced by Lynn Turner, former Chief Accountant), the pendulum may swing the other way.

As to the complexity of accounting rules and otiose disclosure, that pendulum may be reversing, as well. «Harmonization» of U.S. GAAP and International Accounting Standards has received a boost from Enron. There may not be less detail in financial presentation, as a result; but there will likely be more emphasis on fair presentation. The SEC will continue to emphasize earlier release of more relevant information.

Finally, there is President Bush's role in all this. George W. Bush is the first President I can remember and, I believe, the first since Theodore Roosevelt to use the «bully pulpit» of the Presidency to call the nation to higher standards of business ethics, better disclosure, and investor protection. Of a piece with this is his aspirational goal of squaring this hope of comfortable retirement of one generation with the right to the equity of

future generations, through investment of a portion of the payroll withholding, tax in a managed investment account for each American worker. This is a goal which is practical, and which holds great promise for the capital markets and for the financial literacy of our people. Once we are beyond the shadow of Enron, the governance regime we have described are established practices and confidence restored, that goal becomes achievable.

Thank you for your attention.

ANTONIO TAVERNA

Ringraziamo Doty per la sua presentazione. Nei giorni scorsi, scorrendo il suo *speech*, facevo alcune considerazioni circa l'attività del *Corporate Governance Forum* fin qui svolta. Quando cominciai ad interessarmi di *corporate governance* ero abbastanza convinto che il modello americano fosse il più avanzato ed il naturale riferimento per gli adeguamenti del nostro sistema: deregulation e molto stimolo all'autonomia delle società. Oggi è convinzione diffusa che anche questo modello vada ripensato, sono necessari maggiori vincoli e un'adeguata sorveglianza.

Il Congresso sta discutendo, e Doty ne conferma la priorità, un progetto di riforma che propone molte regole già operative in Italia.

Da una prima analisi di questa riforma emerge, anzi, che in Italia abbiamo regole più valide. È vero che l'attività della Consob può ancora migliorare, comunque, la Commissione ha poteri di vigilanza, può intervenire sulle società di revisione e sugli stessi attori del mercato. Forse dovrebbero essere rafforzate le sue strutture per fornirle una maggiore capacità di indagine diretta sulle società quotate. In Italia la Banca d'Italia ha «preteso» la separazione delle funzioni di CEO e di Chairman e la gran parte delle società quotate ha adottato questo modello. Il Collegio sindacale, organo tipicamente italiano, ha dei compiti di vigilanza, di *oversight* che, se applicati bene, possono assicurare quei requisiti di indipendenza del controllo cui accennava Doty.

C'è da osservare che noi oggi siamo qui a parlare di regole vecchie di secoli: «non rubare e non commettere falsa testimonianza». L'esperienza ci può insegnare che la sanzione può molto, ma anche che non si può pensare che i fenomeni patologici possano essere evitati. I meccanismi di vigilanza e sanzionatori devono essere tali da contenere il fenomeno.

Venendo a quella che è una sfida degli ultimi anni, la costituzione del Mercato Unico Europeo, c'è da registrare l'importante passo fatto da Ecofin a Madrid e a Oviedo che ha posto le basi per un mercato finanziario europeo, promuovendo la convergenza delle regole.

A parlare di questo abbiamo David Devlin, Deputy Chairman della Federazione degli Esperti Contabili. Egli guida un gruppo di lavoro interlocutore della Commissione per i temi della *Corporate Governance* e dei principi contabili internazionali.

DAVID DEVLIN

Vice Presidente Fee – Federazione Esperti Contabili Europei

European trends in corporate governance

Gli orientamenti in Europa

A wider series of titles for my remarks might be:

«Why is there a serious crisis of confidence in capital markets?»

«Can better corporate governance restore confidence?»

«What action is Europe taking?»

I'll say something about my personal views on each of these questions but obviously it's not possible to be comprehensive in a speech of this kind.

Before I come to these questions, I would like you to consider three more:

– Would you recommend a successful and experienced member of the business elite to accept an invitation to become a non-executive or supervisory board director of a major company? How can such persons control the risks to their reputation if some nasty surprise should unexpectedly occur?

– Would you recommend your cleverest and wisest children to become auditors rather than follow any of the other professions?

Please reflect on these questions because much depends on people like you finding positive answers to them.

Why is there a serious crisis of confidence in the capital markets?

Some of the factors, apparently, are due to human failure, which we can never hope to eliminate entirely. For example:

- *Lack of Integrity*

Do investors know what to expect of company directors and their staff? In Ireland, directors of State owned companies must commit to follow an established code of ethics. Is there merit in this example from a small country?

- *Lack of fair dealing in business*

Taking unfair advantage of others can seem tempting, even clever, at the time. It can subsequently look dishonest when such actions are updated by media. For example, abuse of a dominant position, or even pushing to the limits of what is legally permissible, can eventually lead to almost unmanageable crisis. There have been suggestions in the press that electricity markets in the US were manipulated to drive prices higher – but who knows? It is not necessary to know for sure whether the suggestion is true or not – even the suggestion alone damages trust in business – especially, for example if consumers in California found that electricity prices effectively shot up. A formal commitment to fair dealing with counter parties is advisable for companies, because it is the hallmark for an enduring success.

- *Lack of Transparency*

In general, we don't find out about this problem until it's too late. Several company law codes require directors interest in contracts to be disclosed but often this is rather a formality, after the event. Important transactions involving directors are not always subject to approval by other shareholders. Enron seems to have had a number of unusual transactions with some directors.

These are all issues of importance but they do not have the immediate impact of some other causes of the current crisis.

- *Potential Perverse Incentives*

Here are a couple of examples of what are thought to be potentially perverse incentives – big incentives that are sometimes incorrectly designed and can lead to pressure to do the wrong thing.

Management Remuneration

With the best of intentions and professional advice, company directors set out to align management pay with the shareholders interest.

They grant millions in share options:

- Sometimes these are an upside – only free rides on a business growing through reinvestment of earnings.
- To control this, companies construct mechanisms to link options or pay to more challenging criteria in terms of earnings per share, EBITDA or other more elaborate mechanisms.

In other words, management's incentives may be very strong to ensure that the right accounting figures are reported, whether through special transactions or what is politely called «earnings management». Usually achieving these results does not require illegality – merely giving the best possible picture of the company's performance. The trouble with such an approach to accounting is that you have to run harder every year, to make good last years' optimism plus a bit more for the current year.

This may be contrasted to a proper commitment for a transparent and open financial reporting.

Investment Banks

Investment banks are full of clever people at the heart of the capital markets. They have immense influence over business – which companies seem best placed to make strategically sound acquisitions, which are weaker, who is rated as successful and who is less successful, who has ready access to capital and who has less advantageous terms.

Two years ago PwC pointed out in our book «Value Reporting» the potential conflict of interest to which sell-side analysts were exposed. This was mainly because their assessment of company securities could apparently affect their own bank's prospects of winning investment banking mandates. We all know now of the steps under way to control or eliminate these risk exposures.

However, part of the analysts work has resulted in more pressure on management to deliver good earnings – indeed better than expected results.

How can these factors be summarised?

In medical terms, the symptom, if not the cause, is pressure to exaggerate revenues and profits, to understate liabilities and debts and to overstate assets.

Is there any country in Europe that has not experienced an important corporate scandal recently? I do not need to name them, but there is something truly astonishing to us all surely about recent events in the US as they have been reported in the media, specifically the apparent:

- complexities of Enron
- simplicity of WorldCom

The proverbial «man in the street» may have found it surprising that Enron could collapse so suddenly. But as the complexities emerged – elaborate future contracts for the purchase and sale of power, off balance sheet vehicles and uniquely specialised derivative markets, it might be possible to see Enron as a unique case, even if of a huge scale.

What might seem more shocking to the man in the street is the apparent simplicity of WorldCom – simply take \$3 billion of expenses and treat it as a fixed asset, thus flattering reported profitability, cash flows and results.

The accumulation of years of «earnings management» plus these major specific cases seem to me to explain why there is a crisis of trust in capital markets: Why should individual, or collective, investors, trust companies, their board of directors, management, auditors, regulators or governments have trust in the Capital markets?

How can this trust be rebuilt, over time, in a politically visible way that will produce sound results? Has corporate governance a role to play? Can better corporate governance deliver high quality financial reporting?

Can better corporate governance restore confidence in financial reporting and thus provide a firm foundation for capital markets?

This is the crucial political question and I suggest that the answer is «yes».

In a broad sense, corporate governance has many elements. These cover all the elements that can influence the quality of financial reporting:

- Preparation by an effective and well resourced internal company accounting function
- Responsibility of management for the preparation of financial information.
 - Internal audit
 - Informed review by directors, Audit Committees or Supervisory Boards
 - Proper approval procedures of financial information by the body responsible within the company
 - External audit and external review subject to appropriate quality assurance systems
 - Effective enforcement bodies
 - Stock Exchanges with supportive listing agreements
 - Sponsors, advisers and investment bankers committed to high quality financial reporting
 - Investors, analysts, rating agencies and the financial press with clear ethical obligations to raise issues of dubious financial reporting

As you will readily appreciate, these elements can be regulated by a variety of mechanisms. Some can be dealt with by company law – at EU or national level, some by codes – soft law – laid down by Stock Exchange authorities and some by purely voluntary or monitored self-regulatory mechanisms. It goes without saying that fair and effective sanctions are necessary.

I think these represent:

- the range of influences that affect corporate governance and financial reporting, and
- the range of mechanisms available to drive the persons responsible to behave correctly.

There is a big risk of course, that in reaction to all these scandals, rigid, harsh or overly detailed regulation will inhibit free markets excessively, thereby reducing growth and employment. There is a balance to be struck.

Another risk is that easy targets get all the attention. Auditors are a good example. Everyone blames us for our faults and short comings while giving little weight to the constant improvements we have made in standards and the vastly increasing risks and complexity we face in conducting audits.

As an example, the EU has recently issued a 50 page recommendation on auditor independence, but none whatever on the role and independence of non-executive directors.

Thus far, I have addressed:

- why there is a serious crisis of confidence in capital markets - mainly due of late to doubtful financial reporting driven sometimes by perverse influences
- the range of influences on financial reporting and the available mechanisms to improve them.

I now want to survey briefly the European scene - what actions are already in hand or planned to address these matters.

The EU Single Capital Market

Following the Euro, this is the most important economic programme in the EU, with significant impacts, for example, on employment, growth and pension prospects.

The European Commission has a most ambitious programme to deliver the benefits of a single capital market to us all. I will mention only some aspects of it here. A key player in this project is the Committee of European Securities Regulators - CESR - in which CONSOB has a leading role.

My main points will cover:

- Financial Reporting Standards
- Auditing
- ECOFIN
- Company Law

Financial Reporting

Briefly and as I am sure you already know, by 2005 all EU listed companies will have to use International Accounting Standards (now IFRS). EU member states may also permit or require other companies to use IAS. For most companies this is a major change and may require special changes in systems, training, advice to boards of directors and investor communications. IAS is itself changing to improve the standards still further.

The US authorities are now less sure that US GAAP is best. Excessively detailed rules, which tend to obscure respect for vital principles, may have been partly to blame in Enron, it seems. The new Chairman of FASB, a just retired PwC partner, Bob Herz, is committed to convergence with IAS. Since Europe is the most important market for IAS, these events offer the prospect

of a largely common financial reporting language across the global markets.

The EU initiative on IAS should therefore be seen as a great step forward – a bold initiative with a major prize at stake.

But how will these new standards be enforced? CONSOB has this role for listed companies in Italy. Across Europe however, FEE's survey in 2001 found that enforcement was sometimes poor or entirely absent. FEE has just published a discussion paper on enforcement¹ which suggests how national securities regulators and review panels could arrange effective enforcement of accounting standards across the EU. This is an essential element of the Single Capital Market and for restoring trust in capital markets.

Other financial reporting initiatives include:

- regular reporting obligations, including detailed quarterly reporting
- new prospectus requirements with a common European passport.

Auditing

There is no lack of attention to auditing, all over Europe and elsewhere. In fact the EU Commission had since 1996 been pursuing a series of tough initiatives in areas such as quality control. Most recently, it issued an important and very demanding EU Recommendation on Auditor Independence, after Enron. It is likely that the Commission will soon take initiatives in areas such as:

- public oversight by the profession
- modernising education and other legal requirements
- ethics
- audit committees
- auditing standards
- audit reporting
- liability.

ECOFIN

As Mr Baldassarri will know better than me, the issues of corporate governance are now on the agenda of the European Min-

¹ www.fee.be

isters of Finance and are likely to stay there. Their political interest is welcome and highly positive for the Commission's agenda of reform and for achieving mutual recognition with the US of our capital market regimes.

After the ECOFIN meeting in April in Oviedo, it was decided that:

- existing EU initiatives on financial reporting and auditing should be endorsed
- US acceptance of IAS for US listings should be sought
- the EU auditor independence recommendation should be issued urgently
- a new EU strategy for auditing should be set
- corporate governance issues should be examined
- the lack of transparency in international financial systems should be addressed, notably in respect of:
 - derivatives
 - supervision and non-regulated markets
 - financial analysts and credit rating agencies should be reviewed.

Company Law

This brings me straight to the next EU initiative – the Review by the High Level Experts in Company Law – chaired by Jaap Winter.

His review covers a wide range of controversial topics – many of which would be ideal for today's seminar, for example rules on takeovers, squeeze-out arrangements and so on. This evening, however, I wish to emphasise on the extension of the Winter Group mandate by ECOFIN at their Oviedo meeting in April, to three topics:

- management remuneration
- the role of non-executive directors and supervisory boards
- management responsibility for financial information.

I have already touched on management remuneration and responsibility for financial information earlier in this paper.

The role of supervisory board members or non-executive directors seems to me about the most challenging topic of all. These people have an immensely difficult role in today's environment. Their responsibilities are great and yet taken for granted. How do they encourage management to be bold, adventurous

and entrepreneurial – to take risks without which there is no profit – and yet control those risks, so that they are kept within reason and large scale sudden business failures are avoided? The risk of being a non-executive company director are large. The directors of Equitable Insurance in the UK are being sued for \$3 billion. Is this reasonable? How should non-executives be rewarded. How should we encourage the best people, the most experienced and successful to play this role? I do not pretend to know the answers.

I am sure that a culture of blame is not helpful. I presume that we should develop some common understanding of the standards of ethics, integrity, fair dealing, expertise, availability of advice, and independence for directors. This would allow investors to know what to expect and directors to know what was expected of them.

How might this be achieved? As a suggestion, might we evolve a few sound principles of corporate governance at EU level – some benchmarks – and leave the detail to national codes? Companies could report against specific codes of corporate governance, highlighting significant departures. Securities regulators, such as CESR members, could police all this perhaps via Stock Exchange listing agreements. Auditors could help.

Many European countries are currently reviewing their corporate governance arrangements. These include Ireland, Belgium, France, the UK, Germany and Italy.

May I remark on the last two? In Germany, a codex has recently been published. It sets out both the statutory legal requirements on corporate governance and the «soft law» code which Germany companies should follow. It is published in English as well as German. International investors will know what to expect.

May I commend what I understand to be the initiative here to facilitate companies to choose the classic Italian model of board structure, or the unitary board or the German dual management and supervisory boards?

This seems to me to be a model for Europe. Take several acceptable models, let them be tested in practice, see if market and regulatory forces drive convergence. I hope that other EU countries will show the same wisdom as Italy.

Overall therefore, what should we do?

– Support the European Commission's initiatives for a globally competitive single capital market

- Think deeply about what we can reasonably expect of non-executive directors and how to express it so as to drive European business to be economically successful
- Work out how to persuade your best and brightest people to become company directors or auditors - if we end up with business and auditing as second rate occupations we have only ourselves to blame.

ANTONIO TAVERNA

David ci ha dato uno spaccato delle molte cose che devono essere fatte in Europa.

Dal suo intervento emerge che uno dei nodi centrali riguarda i compensi degli amministratori delegati che, secondo molti, sono eccessivamente legati alla performance e, alla fine, la voglia di guadagno di questi comporta una visione di breve periodo nella gestione delle società.

D'altra parte vorrei dire a David che alcuni dei «rimedi» proposti hanno poco a che fare con il lungo termine e penso ai report trimestrali, ad alcuni principi internazionali IAS che danno grande risalto alla misurazione del risultato (da distribuire), principi che, ho l'impressione, finiranno con cancellare quella cultura di prudenza legata al costo storico e propria della nostra pratica passata.

Do ora la parola al Dottor Galli, Chief Economist di Confindustria.

GIAMPAOLO GALLI

Chief Economist Confindustria

I casi americani indicano che c'è qualcosa da fare sul piano della regolazione anche in Europa. I codici di autoregolamentazione sono importanti, essenziali, dobbiamo lavorare su di essi e garantirne anche *l'enforcement*. Dalle cose sentite adesso, mi pare che la Commissione europea si stia muovendo. Mi sembra, inoltre, che i problemi dell'Italia e di gran parte dell'Europa continentale siano diversi da quelli degli Stati Uniti. Da noi, in effetti, ci sono già più vincoli, più *enforcement* e forse colossali imbrogli come quello di Worldcom sono meno probabili. Il problema non è tanto quello del rapporto tra manager forti e azionisti deboli (perché diffusi e dispersi), i problemi che abbiamo derivano

semmai, all'opposto, dal fatto di avere una forte concentrazione della proprietà.

Vorrei fare qualche riflessione sul nostro modello, su come possa evolvere e su come si interseca con i problemi di *corporate governance*.

Il nucleo della faccenda è ben sintetizzato da Luigi Spaventa nell'ultima Relazione: «La presenza di un azionista "forte" in alternativa al modello anglosassone non rappresenta di per sé un connotato negativo; pregi e difetti dei due sistemi sono speculari. Un azionista di maggioranza garantisce un più efficace controllo sulla gestione dell'impresa ai cui risultati è direttamente interessato. D'altra parte ha maggiori opportunità di appropriarsi, a danno degli altri azionisti, di quelli che vengono definiti benefici privati del controllo».

In Italia è relativamente raro il caso – descritto prima – del manager che, arrivato al terzo o quarto anno di gestione, gonfia gli utili della società e realizza la sua *stock option* un attimo prima che la società vada in rovina. Si pongono in misura minore tutti i problemi tipici del modello anglosassone (manager che costruiscono imperi, che guardano solo al valore di brevissimo periodo degli andamenti di Borsa), mentre rimane il problema di una più facile appropriazione dei cosiddetti benefici privati del controllo da parte dell'azionista di maggioranza. Tale problema si è ridimensionato con l'entrata in vigore della Legge Draghi e con l'operare della Consob, in una parola con i cambiamenti intercorsi negli ultimi anni.

È evidente che chi si mette nell'ottica dell'investitore non può che preferire il modello anglosassone basato (patologie a parte) sulla massima trasparenza e sull'uguale trattamento di tutti gli azionisti.

Oggi la vera questione che ci poniamo in Italia, quando si parla di *corporate governance*, è se il nostro sistema possa fare dei passi in direzione di quel modello, evitandone le patologie. Questo argomento diventa ancora più forte quando si nota che il tipo di proprietà che abbiamo (la proprietà familiare, le piccole imprese o quelle che non crescono in misura sufficiente) tende a far sì che l'Italia svolga un ruolo da spettatore nelle vicende finanziarie globali, più che da protagonista.

Ci sono interessanti analisi svolte da Gian Maria Gros-Pietro e da Patrizio Bianchi che affermano che siamo tagliati fuori dai grandi processi di *corporate restructuring* in atto in Europa. In questi anni è cambiata la mappa del potere economico finanziario del Continente, attraverso le grandi operazioni *cross-border*,

in un nuovo rapporto tra industria e finanza, soprattutto a seguito delle privatizzazioni e delle liberalizzazioni.

Credo, inoltre, che ci siano due problemi: uno (che non affronto adesso) riguarda il ruolo svolto dalle banche e dalle assicurazioni in gran parte dell'Europa continentale, che somiglia a quello svolto da noi dai gruppi familiari; l'altro riguarda il ruolo del controllo delle famiglie.

Mi piacerebbe che in Italia l'alternativa al controllo «chiuso» delle società fosse il mercato, ma credo che in gran parte dei casi non avvenga così.

Abbiamo discusso fino adesso di leggi ed esiste un dibattito sia fra i giuristi, sia fra gli economisti se contino di più le leggi, le consuetudini o le circostanze esterne. Un famoso lavoro di La Porta e Shleifer dimostra quanto siano importanti le leggi, mentre uno più recente, presentato in un seminario alla Consob da un giurista di Harvard, Mark Roe, intitolato significativamente «*The limit of corporate law*» dimostra che quando le norme sono abbastanza simili, il problema non risiede più nella differenza fra le leggi, bensì nel mercato. L'idea di Roe è che in Europa ci siano leggi all'altezza e in molti casi superiori a quelle americane, ma non esiste una disciplina del mercato altrettanto cogente. Viene allora da domandarsi perché il mercato consenta certe cose in Europa e non negli Stati Uniti o viceversa. Una tesi afferma che in Europa i mercati sono ancora relativamente inefficienti e sottili, l'altra sostiene che il mercato è abbastanza efficiente e non punisce le società non sufficientemente trasparenti, non penalizza le cosiddette strutture a «piramide», perché non le considera affatto inefficienti. Di conseguenza, determinate operazioni, che nel modello anglosassone distruggerebbero valore, in Italia a volte possono creare valore. Società in cui un singolo individuo ha creato l'azienda, conosce e controlla tutti i processi, organizza l'azienda con un sistema pessimo di deleghe, da noi sono molto diffuse. Si tratta soprattutto delle piccole imprese cresciute rapidamente in pochi anni. A volte, questo modello fa miracoli.

Alla luce di questi fatti, Mark Roe si chiede se valga di più sul mercato un'impresa a proprietà diffusa o un'impresa con una maggioranza di controllo ristretto. La risposta è che in gran parte dell'Europa continentale vale di più un'impresa a controllo ristretto, anche se il valore è decrescente in funzione di quanto aumenta la leva, ossia della relazione fra potere di controllo e capitale proprio, effettivamente investito.

Mark Roe sostiene che, affinché possa funzionare il delicato meccanismo di agenzia, in base al quale un azionariato diffuso de-

lega la gestione di un'azienda, sia innanzitutto necessaria una chiara distinzione di ruoli fra poteri pubblici e impresa, ma anche che le regole del gioco siano chiaramente definite e uguali per tutti e che siano ridotte al minimo le interferenze della politica.

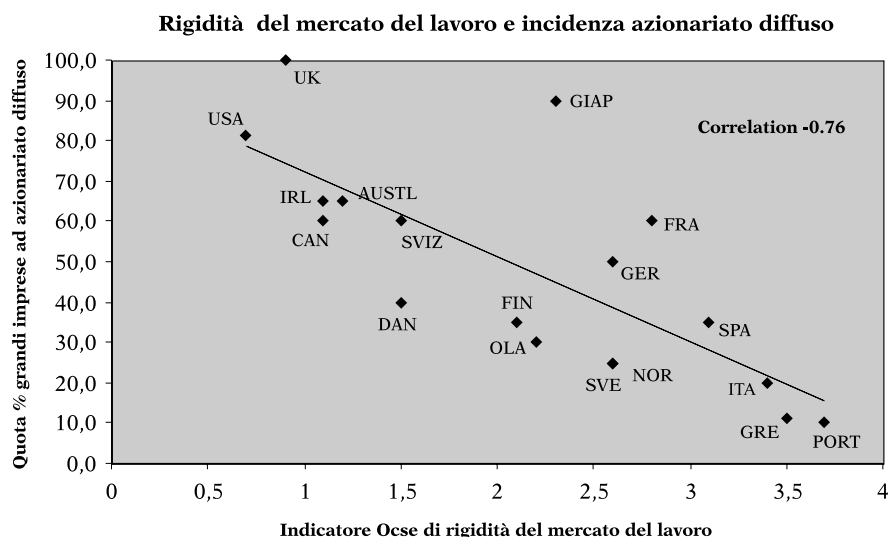
I manager devono avere un unico obiettivo e devono essere giudicati sulla base di un unico metro, quello dell'interesse dell'azionista. Mentre in America si rischia che i manager possano fare il proprio interesse, in Europa è il parametro di valutazione dell'operato del management a costituire il problema, in quanto non è soltanto legato al successo dell'azienda, bensì ad altre considerazioni. Queste attengono al ruolo pervasivo della politica, o anche semplicemente a un diffuso malinteso concetto di socialità, in base al quale si ritardano le decisioni più dolorose sotto il profilo delle conseguenze sociali, anche quando è evidente che il rinvio farà aumentare i costi da pagare in futuro. In America si cerca di evitare che i manager, più orientati alla costruzione di imperi anziché alla massimizzazione del valore, possano compiere operazioni socialmente difficili come l'*outsourcing* o concentrazioni sul *core business*, mentre in gran parte dell'Europa continentale è la politica a chiedere ai manager (anche di società private) di farle.

La conclusione di questo studioso è che in *large social democracies* le *public companies* tendono ad essere inefficienti e sono quindi scalate. Roe, in effetti, trova una correlazione fra la quota di imprese a proprietà diffusa, calcolata secondo l'indice di La Porta e Shleifer, e un indicatore costruito da scienziati politici per determinare se un paese sia «di destra» o «di sinistra», non nel senso della coalizione politica al governo, ma nel senso di quanto il paese sia *market oriented* piuttosto che orientato a valori e istituzioni come quelli delle *social democracies*.

Roe usa un indicatore piuttosto antico in cui si trovano i seguenti paesi partendo dalla destra: Inghilterra, Stati Uniti, Germania, Canada, Svizzera, Danimarca, Italia, Finlandia, Norvegia, Svezia. In un'iniziale versione non pubblicata di questo stesso paper, Roe aveva anche trovato una correlazione tra la quota di *public companies* e una variabile notissima agli studiosi del mercato del lavoro, l'indice Ocse di rigidità del mercato del lavoro. Non tanto per una connessione causale tra le due misure, ma perché l'indicatore del mercato del lavoro è un termometro di quanto un Paese sia orientato al mercato.

Ho provato ad aggiornare quell'indicatore. Il Regno Unito è il mercato più flessibile, dalla parte opposta si trovano l'Italia

e i paesi nordici. Il grafico mostra una correlazione elevata (di 0.76 con un T statistico di 4) fra la quota di *public companies* (quanta proprietà diffusa caratterizza ciascun Paese) da un lato e la rigidità del mercato del lavoro dall'altro. Non intendo suggerire che ci sia una relazione causale che va dall'una all'altra variabile. Entrambe fanno parte di un contesto più generale. Ciò non significa che bisogna riformare prima una cosa e poi l'altra, forse bisogna riformare entrambe le cose. La correlazione ci aiuta a spiegare perché sia difficile in un Paese come il nostro fare passi più rapidi nella direzione di un modello più di mercato, che dia più peso all'informazione e alla trasparenza nei confronti dei finanziatori e del mercato azionario.



Fonte: Oecd (1999), Employment Outlook; La Porta *e al.* (1999), Corporate ownership around the world, Journal of Finance, 54.

Credo sia essenziale muoversi su una scacchiera ampia di riforme: privatizzazioni, liberalizzazioni, mercato unico dei servizi finanziari europei. Ritengo, infine, che solo in una dimensione europea si possa riuscire a superare i limiti del nostro capitalismo. Affinché questo accada, è necessario che vada avanti un processo di riforma più ampio del nostro sistema economico, non solo con riferimento ai temi della *corporate law*, per quanto importanti essi siano.

ANTONIO TAVERNA

Giampaolo Galli ha messo in evidenza le diverse esigenze della *corporate governance*, correlate alle dimensioni del mercato, e delle imprese e, non da ultimo, alle caratteristiche del controllo. In Paesi come l'Italia in cui è forte la connotazione familiare dell'impresa è difficile, come egli faceva notare, il verificarsi di certe patologie. Non bisogna dimenticare che uno dei mali del nostro sistema economico è l'eccessiva burocratizzazione; quindi una regolamentazione troppo rigida finirebbe col penalizzare il processo di crescita del mercato finanziario. Passo ora la parola ad Enzo Cardi che, oltre ad essere Presidente di Poste Italiane, vanta anche una esperienza accademica di giurista dell'economia.

ENZO CARDI

Presidente Poste Italiane

I cantieri del dopo Enron

Solo pochi giorni fa il post-Enron sembrava segnare – al di là degli effetti imitativi dei mercati azionari – una vicenda tutta americana: in negativo, per il fenomeno in sé, in positivo per le reazioni innestate dai contropoteri. Da pochi giorni il post-Enron è già anche un post-Vivendi, e quindi anche un caso europeo. La tesi (G. Rossi «Repubblica», 20 giugno) che «lì (in America) i bubboni scoppiano e da noi (in Europa, e non solo in Italia) restano nascosti» è già superata nei fatti. Rimane il tema: se il sistema politico e giudiziario in Europa e in Italia abbia o meno al proprio interno sufficienti difese immunitarie.

La tesi negativa fotografa una situazione reale, ma colta in una prospettiva stabile.

Una tesi positiva può essere tuttavia costruita cogliendo i segni del cambiamento. Tutto dipende dalla risposta che sarà data al post-Enron (ora post-Vivendi).

Un dibattito aperto che vede il confronto quasi quotidiano di giuristi ed economisti tra le due sponde dell'atlantico.

I più recenti orientamenti USA vedono la necessità di riscrivere le regole sul piano legislativo (l'«Investor Protection Act» ora all'esame del Senato e le misure da ultimo proposte dal Presidente Bush) correggendo la logica di *self regulation* storicamen-

te prevalente negli ordinamenti angloamericani. *Anche in ambito europeo* l'enorme lavoro di produzione di corporate governance codes – di recente analizzati in termini comparativi dalla direzione generale per il mercato interno della Commissione europea – è apparso d'improvviso come una foto sbiadita.

Guardando all'Italia, due cantieri aperti (con qualche preveggenza pre-Enron) suggeriscono un bilanciamento interessante tra regolazione legislativa e autoregolazione delle imprese:

– il primo cantiere è dato dall'attuazione della legge delega per la riforma del diritto societario (legge n. 366/2001). La normativa delegata è l'occasione da cogliere per dare un senso costruttivo (una *new creation*) alla distruzione di ricchezza del post-Enron. La delega è infatti sufficientemente ampia da consentire di rideterminare il sistema di regole e procedure attraverso il quale le aziende vengono gestite e controllate. Alla base vi è il riconoscimento di una autonomia statutaria estesa all'articolazione del modello dell'organo gestorio, al suo funzionamento, alla circolazione delle informazioni tra i suoi componenti e i soggetti del controllo (quest'ultimo aperto a più ipotesi, compresi organismi alternativi al Collegio sindacale). La delega contiene principi direttivi: l'esperienza del post-Enron e del post-Vivendi potrà guidare la redazione delle norme attuative.

– Il secondo cantiere coinvolge direttamente il ruolo delle imprese (che saranno comunque chiamate in causa dalla autonomia statutaria) nella costruzione del «proprio» sistema immunitario. Mi riferisco ai disegni organizzativi richiesti dal testo sulla «responsabilità penale» delle imprese (D.Lgs. n. 231/2001). Si sa che viene sancito – per la prima volta – uno statuto penale dell'impresa per una serie di reati contro la P.A.. Si sa meno (o non lo si sottolinea) che in base a quanto previsto nella legge delega sulla riforma del diritto societario lo statuto penale dell'impresa si estenderà ai reati «societari», tra i quali la falsità in bilancio, le falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni della società di revisione, la formazione fittizia del capitale; l'illegale ripartizione degli utili e della riserva illecita, cui ora si aggiunge – contenuta nella normativa sulle false comunicazioni sociali (D.Lgs. n. 61/2002) – la nuova, autonoma, ipotesi incriminatrice del «falso in prospetto»: insomma tutta la ricca casistica di «finanza creativa» che ha determinato Enron, Arthur Andersen, WorldCom, etc. fino a Vivendi. La responsabilità penale dell'impresa è esclusa da due ipotesi di esenzione da tale

responsabilità. La prima, se le imprese hanno adottato ed efficacemente attuato modelli di organizzazione e gestione idonei a prevenire reati di tale natura; la seconda, se il compito di vigilare sul funzionamento e sull'osservanza dei modelli è stato affidato a organismi dell'impresa dotata di autonomi poteri di iniziative e controllo.

Si ritrovano qui i temi caldi del dibattito: la trasparenza delle procedure interne; gli standard di contabilità più adeguati; il rapporto tra Consiglieri delegati e non delegati dell'azienda.

La stessa dialettica tra più regolazione o più autoregolazione trova nei due cantieri indicati un ottimo bilanciamento che non consente alibi a nessun operatore istituzionale o aziendale. Siamo tutti responsabilizzati. Il primo cantiere richiede infatti l'utilizzo primario di materiali di regolazione normativa come base di costruzione dell'autonomia societaria; il secondo, l'impiego degli strumenti propri della autoregolazione. Occorre accelerare i lavori del primo cantiere, oltre le prime attuazioni parziali. Poi, dipenderà solo dalle società offrire la prova decisiva per superare la diffidenza di chi considera l'autodisciplina come la corresponsabilità delle volpi nella gestione del pollaio (H. Mintzberg, «Sole 24 Ore», del 2 luglio). L'occasione è propizia per le agenzie di *rating* per sottoporre a indici di maturità il grado di consapevolezza e progettualità di un intero mercato finanziario, a partire dai singoli emittenti.

Sempre più vengono sviluppati indicatori di sviluppo (Opacity Index, Stability Index, Globalisation Index) che si basano sulla stabilità e robustezza del quadro istituzionale di un determinato paese. È paradossale che tali indici vengano arrogantemente misurati sui Paesi in via di sviluppo, «dimenticando» che il problema riguarda anche e sempre di più le economie industriali avanzate.

La sfida che si impone è quello di fare della trasparenza delle procedure interne, della chiarezza dei rapporti tra amministratori e azionisti e dell'informazione al mercato i criteri e parametri di valutazione con cui le imprese debbono confrontarsi.

Sotto il profilo operativo la proposta è quella di ampliare il paradigma dei sistemi di rating facendo sì che il *transparency index* diventi un elemento di analisi essenziale. Non più rating che misurino solo la solvibilità tecnica ma anche l'adeguatezza della *corporate responsibility*, assunta come elemento di valutazione per l'affidabilità degli stessi indicatori economico-finanziari posti a base del rating tradizionale.

ANTONIO TAVERNA

Devo confermare che il problema è ben presente nel mercato. Nell'ambito dei dibattiti sulla *corporate governance*, l'anno scorso organizzammo un incontro con gli *Investor-Relators* e gli Analisti. Uno dei temi che furono approfonditi era legato proprio alla rilevanza degli indici «non finanziari».

Quanto detto da Enzo Cardi ci fa fare qualche riflessione: le stesse società devono darsi delle regole interne; ciò costituisce un salto culturale importante ed indispensabile per prevenire le patologie della gestione. È vero che la legislazione precedente (ancora in vigore per le società non quotate) non era molto articolata, tuttavia essa già consentiva di darsi autonomamente regole di qualità, sia negli statuti, sia in fase di organizzazione delle strutture dei Consigli di amministrazione. Purtroppo l'approccio caratteristico italiano è sempre stato quello del rispetto del «minimo» richiesto dalla legge; anzi è sempre stata pratica diffusa richiamare negli statuti semplicemente gli articoli del codice civile, senza nulla aggiungere.

In merito poi alla Legge 231/2001, devo dire che i ruoli e le responsabilità sono stati gli argomenti alla base del nostro progetto per la *corporate governance*. Il CoSO Report che ho citato in precedenza, sviluppa proprio questi temi nell'ottica di una cultura del controllo interno visto come sollecitazione al comportamento spontaneamente corretto e non come strumento di coercizione.

Cedo ora la parola ad Alessandro Profumo, che al dibattito di Padova ha portato l'esperienza di UniCredito Italiano nella predisposizione del bilancio sociale 2000.

Il bilancio 2001 è stato presentato quest'anno durante un'iniziativa dal titolo «Non solo profit». La visione di *stakeholder* e *shareholder* come soggetti di confronto e di composizione di interessi è fondamentale per la gestione e quindi per l'attenzione che il management deve prestare ad ambedue le categorie.

ALESSANDRO PROFUMO

Amministratore Delegato UniCredito Italiano

Il titolo di questo incontro ci fa fare un passo indietro e ci fa ricordare che la credibilità e la fiducia rappresentano i valori chiave di un sistema nel quale le imprese hanno necessità di finanziamenti esterni (bancari o presi sul mercato, o dati da

azionisti esterni), e quindi sono molto importanti per la vita dell'impresa nel lungo termine.

In effetti il concetto «interessi e valori», citato nel titolo di questo incontro credo sia estremamente indicato, perché se si ha una prospettiva di lungo termine nella valutazione dell'impresa, questi due elementi vengono a coincidere; anche per interesse si può avere un certo sistema di valori e questi valori sono basilari proprio per garantire all'azienda di vivere nel lungo termine.

Da questo punto di vista diventa fondamentale l'orizzonte temporale da cui si valuta l'impresa, ma anche sapere cosa significa nella pratica *corporate governance*. A mio giudizio significa avere un sistema di regolamento dei diversi interessi che sono portati all'interno dell'impresa. Per prima cosa dobbiamo prendere atto che esistono interessi diversi nella vita dell'impresa: gli interessi degli azionisti e tra questi dobbiamo distinguere gli azionisti di maggioranza (si parlava prima delle famiglie che hanno un ruolo particolarmente rilevante nelle imprese italiane, ma anche dell'azionista pubblico che ha una funzione assimilabile), gli azionisti di minoranza, degli azionisti di maggioranza o di minoranza che possono avere un orizzonte temporale di lungo termine, degli azionisti con orizzonte temporale di breve termine, del management che porta interessi completamente diversi.

Vedo una certa criminalizzazione della figura del CEO; teniamo presente che in assenza di CEO anche motivati, e la motivazione non è certamente solo l'aspetto economico, abbiamo qualche problema a gestire le imprese. Io sono un po' cauto nell'approccio un po' moralistico sul problema della remunerazione dei CEO. Credo infatti che sia meglio avere un buon CEO ben remunerato ed onesto, piuttosto che un CEO mediocre, mal remunerato e ladro.

Ci sono alcuni interessi dell'impresa che possono essere diversi dagli interessi degli azionisti e del management. Ad esempio in un'impresa con una maggioranza del capitale azionario concentrata in un singolo portatore, famiglia o azionista pubblico, può essere importante avere sostenibilità nel tempo, aggregarsi, pena l'andare sotto economia di scala, e gli azionisti di maggioranza hanno un problema di diluizione. C'è insomma un evidente conflitto tra gli interessi dell'impresa e l'interesse degli azionisti di maggioranza. Ma ci sono anche gli interessi dei clienti, dei dipendenti. Occorre allora prendere atto che ci sono interessi diversi, in molti casi allineati fra loro, ma in alcuni casi confliggenti. Bisogna definire quindi con chiarezza quali sono i luoghi, i metodi con i quali questi interessi si manifestano e vengono regolati fra loro.

Uno dei principi base della presa di coscienza della presenza degli interessi diversi e quindi dei potenziali conflitti d'interesse, è il concetto di trasparenza. Diventa pertanto fondamentale rendere trasparenti i conflitti d'interessi e occorre sanzionare pesantemente i casi in cui non vengono evidenziati con chiarezza i conflitti d'interessi. Bisogna soprattutto far sì che nessun interesse predomini sugli altri.

In effetti se guardiamo all'esperienza americana (Enron, Worldcom) e a Vivendi, uno dei problemi emersi è l'assoluta dominanza degli interessi del management che hanno distorto la vita aziendale.

Possiamo avere situazioni diverse in cui l'interesse dell'azionista di maggioranza diventa «distorcente» della vita aziendale.

Credo che in molti casi questi problemi non vengano affrontati con la dovuta freddezza e il giusto senso critico; si hanno spesso posizioni preconcepite. Non esiste un modello perfetto, occorre valutare i pro e i contro delle diverse situazioni e avere chiarezza sulle modalità con le quali si definiscono, si rappresentano, si regolano gli interessi dei diversi soggetti nel momento in cui diventano confliggenti l'uno con l'altro.

Credo che questo sia un elemento fondamentale quando si parla di *corporate governance*; e in effetti un sistema di valori forti che consentono di dare nei confronti di tutti gli *stakeholder* e non solo degli *shareholder*, una grande affidabilità e credibilità dell'impresa, è un elemento chiave per la vita e il valore di lungo termine dell'impresa. Le aziende devono ben incorporare questo argomento e qui viene poi fuori il tema della *corporate social responsibility*; esistono degli indicatori, già oggi esistono dei rating basati su elementi oggettivi di *corporate social responsibility*. È interessante notare che gli indici cosiddetti «etici» hanno performato meglio degli altri nel tempo e questo perché c'è una forte coincidenza tra interesse e valore, se si guarda alle imprese nel medio e lungo termine.

Sono poi profondamente convinto che il tema del sistema dei valori che definisce l'identità dell'impresa, sia assolutamente un elemento chiave per attrarre e mantenere all'interno dell'impresa risorse eccellenti. La vera risorsa scarsa su cui ci troveremo tutti a lottare non saranno i finanziamenti, ma le competenze eccellenti. Le competenze eccellenti non si attirano e non si mantengono all'interno dell'impresa esclusivamente con le *stock-option* o con le remunerazioni finanziarie, ma solo se queste risorse riconoscono all'impresa un sistema di valori chiaro, un'identità che va al di là della semplice efficienza economica, e si riconoscono in un progetto.

Vedo quindi una fortissima coincidenza tra valori e interessi, come indicato nel titolo di questo incontro.

Mi accorgo di aver più sollevato problemi che dato risposte, ma questa è l'esperienza di tutti noi.

ANTONIO TAVERNA

Indubbiamente i problemi sollevati questo pomeriggio sono tanti e mostrano la vivacità del nostro mondo economico.

In merito al tema degli indici non finanziari, va detto che UniCredito è una delle poche aziende europee inserite in quel *Down Jones Sustainability Index* che misura le performances delle imprese dal punto di vista ambientale e sociale.

Dal dibattito è emerso che sulle regole della *corporate governance* c'è ancora molto da lavorare.

Nel nostro Paese è in fase di elaborazione la nuova normativa sul diritto societario. PricewaterhouseCoopers ha organizzato di recente a Verona un incontro in cui il sottosegretario Vietti, Presidente della Commissione Giustizia della Camera, ha promesso di inviare per la fine di luglio al Parlamento una prima bozza di testi dei decreti attuativi.

Dal confronto con gli amici americani ed europei, si può ritenere che le regole italiane non sono così arretrate come qualcuno all'estero crede. Il progetto Sabanes a cui faceva cenno Doty sta proponendo cose come la responsabilità sui bilanci dell'amministratore delegato, del presidente e del direttore amministrativo che in Italia esiste già da vari anni. Il Collegio sindacale ha compiti e responsabilità che non sono inferiori a quelli degli amministratori indipendenti dei modelli anglo-americani. Il fatto di avere tra i suoi membri, rappresentanti delle minoranze dovrebbe rafforzare la possibilità di una sorveglianza indipendente.

Il vero problema è la corretta applicazione delle regole. Io penso che devono essere applicate bene le regole di *best practice* che hanno gli altri ordinamenti, perché, in fondo, stiamo parlando di problemi già discussi dieci anni fa. Non è vero che in Europa non ci siano stati casi come Enron; mi ricordo il problema della Banca BCCI, Maxwell, il Banco Ambrosiano. Forse queste esperienze sono servite a migliorare le regole.

Se il contenuto delle regole italiane è valido rispetto al confronto con gli Stati Uniti, dobbiamo dire che sono invece disastrosi i tempi della giustizia italiana. Gli Stati Uniti sono stati capaci di intervenire con tempestività prendendo provvedimenti

nel giro di pochi mesi. I tempi in Italia sono drammaticamente lunghi e finiscono con il vanificare la bontà delle norme: una giustizia più tempestiva è la vera sfida della *Corporate Governance* nel nostro paese.

Concludendo, un ultimo sguardo agli Stati Uniti: il citato CoSO Report già individuava la *best practice* per evitare o limitare quanto è successo. Il problema è forse stata la mancanza della regola cogente ciò che è accaduto ha evidenziato il limite della sanzione reputazionale del mercato, più attento ad incassare subito dividendi che non a valutare l'andamento a lungo termine delle aziende. Ma questo è già stato detto.

Ringrazio ancora tutti Voi per aver accolto l'invito ad essere con noi questa sera.

Finito di stampare
nel mese di novembre 2002
Grafica Cristal S.r.l., via Raffaele Paolucci, 12/14 - 00152 Roma