

**IL CONTROLLO INDIPENDENTE  
NELLE SOCIETÀ:  
AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI,  
SINDACI, REVISORI**

Discussione con  
*Giorgio La Malfa e Roberto Pinza*

Milano 17 giugno 2002

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*

**Antonio Taverna** pag. 5

*Introduzione*

**Valter Lazzari** » 6

*Interventi*

**Roberto Pinza** » 18

**Stefano Preda** » 20

**Mario Cattaneo** » 22

**Cristina Rossello** » 25

**Stefano Preda (2° intervento)** » 26

**Giorgio La Malfa** » 26

**Lorenzo Caprio** » 28

**Giuseppe Pirola** » 30

**Renato Rordorf** » 31

**Giorgio La Malfa (2° intervento)** » 34

**Renato Rordorf (2° intervento)** » 35

**Franzo Grande Stevens** » 38

**Sandro Salvati** » 40

**Franco A. Grassini** » 43

**Alberto Falck** » 46

**Matteo Mattei Gentili** » 47

<b>Giuseppe Pirola (2° intervento)</b>	pag.	49
<b>Massimo Cremona</b>	»	51
<b>Maurizio Faroni</b>	»	54
<b>Roberto Zei</b>	»	57
<b>Raffaele Nobili</b>	»	59
<b>Emilio Balocco</b>	»	61
<i>Conclusioni</i>		
<b>Roberto Pinza</b>	»	74

## **ANTONIO TAVERNA**

*Partner Pricewaterhouse Coopers*

Ringrazio tutti per aver aderito al nostro invito, in particolare gli Onorevoli La Malfa e Pinza.

Come sapete l'Onorevole La Malfa è Presidente della Commissione Finanze della Camera e l'Onorevole Pinza è un autorevole membro della stessa e vanta un'esperienza unica sulle regole della *Corporate Governance*, quale Sottosegretario del Tesoro all'epoca della riforma Draghi e della stesura della bozza Mirone; inoltre Egli è stato Presidente del Comitato per la Piazza finanziaria di Milano.

Noi siamo promotori, fin dal 1995, di una serie di dibattiti sulla *Corporate Governance*. Quest'anno, unitamente ad l'AREL, abbiamo organizzato due incontri: uno a Padova in collaborazione con l'Università di Padova, nell'aprile scorso, per parlare delle riforme delle Autorità indipendenti di controllo e vigilanza; un altro, a fine maggio a Verona, in collaborazione con l'Università di Verona, alla presenza del Sottosegretario del Ministero della Giustizia Onorevole Vietti, per discutere della riforma del diritto societario.

L'occasione odierna ci consente di fare il punto sul dibattito aperto sia in Italia, sia all'estero a seguito del caso Enron; sul ruolo del controllo indipendente nelle società. Il dibattito coincide anche con l'attuale discussione nel nostro Paese sul diritto societario.

Per consentire un'ampia discussione e la possibilità a tutti i partecipanti di intervenire, abbiamo invitato attorno a questo tavolo professionisti, manager ed imprenditori per raccogliere le loro opinioni sulla materia. Credo che da questo confronto possano provenire alcuni utili spunti per il lavoro degli Onorevoli La Malfa e Pinza.

Prima di iniziare i lavori desidero esprimere un ringraziamento all'AREL per il contributo all'organizzazione di questo incontro.

Ho chiesto a Valter Lazzari, Professore alla Bocconi e redattore della rivista internazionale *European Business Forum*, edita in collaborazione Pricewaterhouse Coopers International, di fare un'introduzione al dibattito. Il Professor Lazzari ha curato, tra

l'altro, il numero della rivista che riportava un dibattito comparativo tra i vari modelli di *Corporate Governance* dei Paesi economicamente avanzati.

Prego Valter Lazzari di iniziare il dibattito.

**VALTER LAZZARI**

*Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari, Università Cattaneo (Castellanza) e Università Bocconi (Milano)*

*«The directors of companies, being the managers of other people's money rather than their own, it cannot be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance as owners. Negligence and profusion therefore always prevail in the management of affairs of such a company».*

Nonostante questa affermazione sembri elaborata appositamente per commentare i recenti casi Enron, Worldcom, Tyco, Global Crossing, in realtà essa ha la veneranda età di 226 anni essendo apparsa in uno scritto di Adam Smith del 1776.

È tuttavia ingenuo ed errato, anche se per certi versi comodo, confinare l'attualità dell'intuizione di Smith agli eventi suddetti. In quanto espressioni gravemente degenerative del *corporate world*, esse potrebbero rappresentare quella minima quota di patologie inevitabile in qualsiasi popolazione. Questa interpretazione si scontra, però, con l'evidenza di una recente crescita del citato rischio di *negligence and profusion*. Negli ultimi anni indizi in tal senso erano diventati così numerosi e diffusi da caratterizzare la fisiologia, e non la patologia, del *corporate world* e da essere, talvolta, persino paradossalmente scambiati per evidenza di successo aziendale.

Quanto accaduto al livello e alla struttura dei compensi percepiti dai *CEO (Chief Executive Officer)* costituisce un perfetto esempio a riguardo. Un recente libro di Kevin Philips, *Wealth and Democracy*, mostra il trend seguito negli ultimi venti anni dai compensi percepiti dai dieci CEO più remunerati di società statunitensi. I 3,5 milioni di dollari percepiti in media nel 1981 sono diventati 19,3 milioni nel 1988 e ben 154 milioni nel 2000, ossia 44 volte il livello di 20 anni prima. Il tasso medio di crescita annua dei loro emolumenti è stato del 21%; quello della remunerazione del lavoratore medio nello stesso periodo si è fermato ben sotto il 4%, più o meno in linea con il tasso di inflazione.

L'incremento degli emolumenti ai manager è eccessivo per potersi giustificare sulla base di considerazioni di efficienza economica. La produttività del loro lavoro non può essere cresciuta in media di oltre il 20% all'anno per un ventennio. D'altra parte, non si ha evidenza che sia sopravvenuta una carenza di talento manageriale così drammatica da indurre una domanda esasperata a contendersi aspramente i pochi brillanti CEO rimasti in circolazione.

Il crescente ricorso all'utilizzo di *stock options* per remunerare amministratori e dirigenti avrebbe dovuto rafforzare i sospetti circa la possibilità che questi non dedicassero al denaro degli azionisti la stessa cura prestata al proprio. I piani di *stock option* negli USA costituiscono una forma di compenso poco trasparente dal momento che il loro costo non rientra tra quelli rilevati a conto economico; presentano spesso un difetto di legittimità perché non approvati esplicitamente dagli azionisti (la SEC stima che oltre il 20% delle società statunitensi sia in questa situazione); non sono in genere parametrati in modo preciso a una prova di efficienza manageriale, poiché il loro valore dipende quasi sempre anche dal trend generale del mercato azionario invece che dal solo differenziale tra il rendimento della società e quello del mercato.

Dopo più di due secoli, il problema di *governance* notato da Adam Smith deve, quindi, ancora trovare una soluzione soddisfacente. Durante questo periodo il sistema di monitoraggio e disciplina dei vertici delle società si è perfezionato ed esteso. Ai tradizionali meccanismi di controllo interno alla società, assicurato dal sistema di rapporti intercorrente tra gli organi della società, si sono aggiunte forme di controllo esterno basate sull'azione dei mercati e degli intermediari finanziari.

Le società di *rating* e le case di brokeraggio, attraverso i loro analisti assicurano una gamma di controlli continuativi e complementari sulla qualità della gestione delle risorse affidate dagli investitori alla società. Mentre le prime, valutando le prospettive di rimborso del debito, si focalizzano sul controllo del profilo di rischio delle iniziative imprenditoriali, le seconde, stimando le possibilità di rendimento futuro dei titoli azionari, verificano la capacità del management di perseguire le opportunità di profitto con conseguente attenzione al profilo del rendimento. A questi meccanismi di monitoraggio continuativo, si aggiungono forme di controllo saltuario esercitate dalle banche di investimento quando rendono i servizi di collocamento nelle operazioni di emissione di titoli o i servizi di consulenza a supporto di opera-

zioni di fusione e acquisizione. Completano il quadro dei controlli esterni l'azione intrapresa dall'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari e l'attività della stampa specializzata.

L'attività dei tanti controllori esterni, tra loro complementari per centro di attenzione (profilo del rendimento verso profilo del rischio) e periodicità di intervento (continuità d'azione verso occasionalità) dovrebbe integrarsi con quella degli organi sociali alla base dei controlli interni, alla quale non può, però, sostituirsi, ma da cui anzi, trae alimento. La maggior distanza dai centri decisionali della società pone i controllori esterni in svantaggio rispetto a quelli interni quanto a capacità di raccolta delle informazioni rilevanti su fatti e prospettive della società, garantendo, per converso, la possibilità di effettuare una valutazione più obiettiva, severa, reattiva e credibile grazie al minor rischio di commistioni di interesse tra controllanti e controllati in cui si incorre.

Come può una rete così estesa di controlli, complementari tra loro sotto molti profili, e affinati nel tempo alla luce di esperienze non troppo dissimili da quelle attuali (si pensi al tracollo del sistema di partecipazioni incrociate e di scatole cinesi delle imprese di energia elettrica verificatosi negli anni '30 del secolo scorso sempre negli USA), dimostrarsi così inadeguata a prevenire casi eclatanti di mala gestione aziendale?

In primo luogo, è possibile che proprio questa molteplicità di forme di controllo, invece di assicurare al sistema un opportuno grado di ridondanza, abbia finito per fornire incentivi perversi ai singoli controllori, demotivandoli e inducendo alcuni a fare *free riding* sul lavoro altrui. Un analista finanziario o un amministratore indipendente che avesse osato sollevare critiche sul management della Enron, quando il titolo conosceva una crescita di prezzo senza fine, avrebbe probabilmente sortito il solo esito di mettere a repentaglio la propria credibilità e carriera senza, per altro, incidere sulla percezione che della società avevano gli investitori. L'analista attento più a tutelare il valore del proprio capitale umano, riconosciuto all'interno della comunità finanziaria, che a ricercare una valutazione esatta dei titoli, costituisce un caso di conflitto di interesse più sottile e meno evidente, ma assai più diffuso e indisciplinabile di quelli derivanti da meccanismi di remunerazione ancorati ai profitti della divisione di *investment banking* o conseguenti alle proprietà finanziarie e alle strategie di *trading* personale dell'analista.

In secondo luogo, a deresponsabilizzare molti controllori può aver contribuito l'interpretazione dominante, ma affatto erronea,

di due importanti principi della moderna teoria finanziaria: quello della massimizzazione del valore e quello dei mercati efficienti. Per effetto di questi macroscopici errori, si era creato nella comunità finanziaria un generalizzato consenso sul fatto che, l'apporto di un'impresa al benessere sociale fosse misurato dalla sua capitalizzazione di borsa, alla cui massimizzazione si doveva quindi mirare. In questa prospettiva, il concetto di «valore» era identificato, in chiave riduttiva, nel solo valore per gli azionisti (*shareholder value*) di cui, il mercato forniva, grazie alla sua efficienza, una valutazione corretta di cui gli operatori si dovevano fidare. Chi non ricorda gli affannati e poco lucidi tentativi degli analisti di elaborare, dall'oggi al domani, nuove metodologie di valutazione dalle dubbie fondamenta teoriche, pur di razionalizzare prezzi di mercati frutto di una irrazionale bolla speculativa?

Non deve, quindi, sorprendere che gli analisti si appiattissero sui *trend* disegnati dai prezzi di mercato delle azioni e che il tema dell'efficienza dei controlli interni assumesse rilevanza secondaria nell'orientare verso l'efficienza le scelte del management. Non ve ne era alcun bisogno dal momento che la disciplina imposta dal mercato sarebbe stata più che sufficiente a fornire le giuste motivazioni ai manager. Una gestione aziendale inefficiente li avrebbe esposti al rischio di rimozione in quanto, l'immediata conseguente riduzione della capitalizzazione di mercato della società avrebbe sia facilitato possibili *takeover* ostili, sia segnalato, in modo incontrovertibile agli azionisti la necessità di rinnovare i vertici della società.

In quanto fondata su erronee convinzioni, era inevitabile che la situazione creata si dovesse degenerare. Massimizzare lo *shareholder value* non equivale a massimizzare il benessere sociale prodotto da un'impresa. L'incremento di valore riconosciuto agli azionisti può derivare da un'espropriazione di quello goduto da altri *stakeholder*, come i creditori o i dipendenti, senza alcun guadagno netto per la collettività nel suo complesso. Inoltre, la teoria dei mercati efficienti non afferma che i mercati sono sempre corretti nel valutare titoli e imprese, quanto piuttosto che i loro errori di valutazione, di cui si riconosce la possibilità, non presentano carattere di sistematicità, ma sono del tutto casuali e non correlati tra loro. Talvolta l'errore sarà per eccesso, tal'altra per difetto. L'efficienza, se presente, assicura solo che nel complesso gli errori si compensino perfettamente tra loro.

I tracolli di Enron e Worldcom, e altri meno eclatanti solo per dimensioni, non certo per gravità del comportamento tenuto dal management, hanno evidenziato l'incapacità dei meccanismi

di controllo e di disciplina esterni di garantire di per sé gestioni manageriali efficienti. Smaltito l'immotivato eccesso di fiducia nell'infallibilità dei meccanismi di mercato, operatori e *policy makers* sono stati così costretti a rifocalizzare l'attenzione sull'organizzazione del sistema dei controlli interni aziendali e sulla suddivisione di funzioni e poteri tra gli organi sociali. Queste variabili costituiscono un'imprescindibile prima linea di difesa a tutela della gestione corretta delle risorse aziendali.

Il processo decisionale di una società quotata, così come quello di uno Stato, risulta caratterizzato da una dialettica tra interessi di soggetti diversi, non sempre convergenti. Quelli van-tati dagli azionisti risparmiatori sono «interessi diffusi»; quelli propri del management e degli azionisti di riferimento sono inter-essi concentrati.

Gli interessi diffusi, anche se in aggregato prevalenti, risulta-no spesso sacrificati a vantaggio di quelli concentrati per effetto del gioco degli incentivi individuali: allo svogliato impegno dei numerosi titolari dei primi si contrappone l'assoluta determina-zione del ristretto numero dei portatori dei secondi.

Per tutelare un interesse diffuso si deve, allora, delegare a un organo apposito la funzione di rappresentarne e avanzarne le istanze. Nelle società quotate, la funzione compete agli organi sociali tenuti ad assicurare il perseguimento degli interessi della società, da intendersi come un equo compromesso tra gli inter-essi degli azionisti risparmiatori e quelli degli azionisti di riferi-mento.

Questa delega non risolve di per sé tutti i problemi. Il suo ef-fetto, infatti, è quello di sostituire un problema di *free riding* con uno di mandato. Come fornire adeguati incentivi all'organo dele-gato affinché assolva diligentemente il proprio compito? Come verificarne le azioni? In breve, come controllare il controllore?

Enron, e altri casi analoghi, sono in ultima analisi il prodotto dell'incapacità di trovare soluzioni organizzative e procedurali adeguate a soddisfare le suddette esigenze. Troppo spesso, l'inte-resse delle persone cui era affidato il compito di supervisione e indirizzo dell'operato del *manager* si confonde con quello di que-sti ultimi. Troppo spesso, è mancata una precisa ripartizione dei ruoli, e quindi una chiara assunzione di responsabilità a livello individuale tra i componenti degli organi sociali. Troppo spesso, il principio della collegialità decisionale si è risolto nell'indeter-minatezza dei compiti di ciascuno, con conseguente deficit di *ac-countability* individuale nei confronti degli azionisti risparmiatori e rafforzamento del senso di consorteria tra gli amministratori.

Pur facendo parte dello stesso organo, essi dovrebbero, invece, mantenere coscienza delle diverse funzioni che sono chiamati a svolgere (*executive officers* verso *outside directors*). Stante la carenza di *accountability*, non sorprende che, a oggi, nonostante le dimensioni del disastro, nessuno degli amministratori e dei massimi dirigenti di Enron sia stato formalmente accusato di alcun reato.

A queste carenze deve aggiungersi il problema della correttezza, completezza e precisione dell'informativa sulle condizioni di equilibrio economico, patrimoniale e finanziario delle società. Perché l'articolato sistema di controlli interni ed esterni funzioni in modo efficiente, occorre un perfetto fluire di informazioni sia nell'ambito della società, tra *managers* e organi sociali, sia dalla società al mercato. Il riconoscimento di questa esigenza determinò, a seguito della crisi degli anni trenta del secolo scorso, la spinta regolamentare allo sviluppo dell'attività di revisione esterna da parte di esperti contabili indipendenti e alla ricerca di uniformità dei criteri di registrazione contabile. Ai revisori fu affidato il compito di facilitare il fluire dei flussi informativi finanziari certificandone la qualità all'origine. L'uniformità dei criteri di registrazione contabile serviva lo stesso scopo facilitando l'interpretazione delle informazioni da parte dei destinatari. Entrambi questi presidi, nella seconda metà degli anni novanta sono saltati rispettivamente per la progressiva perdita di indipendenza di giudizio da parte dei revisori, attratti dai *side payments* loro riconosciuti dal management delle società in forma di compensi per servizi consulenziali distinti dall'attività di revisione, e per il diffondersi della pratica di presentare risultati economici pro forma.

Come rimediare a questi problemi di commistione di interessi, di carente *accountability*, di inaffidabilità e opacità dei flussi informativi, assicurando, al contrario, una trasparente e netta separazione delle funzioni e dei ruoli, una chiara definizione dei compiti e delle responsabilità e piena affidabilità a dati e resoconti sulle attività di impresa?

Per minimizzare i rischi di commistioni di interessi tra le parti, occorre perfezionare le procedure di nomina e rimozione di amministratori e revisori; ridefinire le loro modalità di remunerazione; ridurre al minimo le relazioni che implicano trasferimenti di ricchezza e favori tra questi. Non può esservi una credibile indipendenza dei controllori dell'azione dei *manager* o della qualità dell'informazione, senza minimizzare l'influsso che questi ultimi possono esercitare sul processo di nomina dei primi,

sull'ammontare delle loro remunerazioni e senza ridurre al minimo la possibilità di *side payments* o *kickbacks*.

Una più precisa e chiara attribuzione dei compiti richiede una maggiore articolazione della struttura e delle modalità di funzionamento del consiglio di amministrazione, con la costituzione di comitati a cui attribuire distinti obiettivi e responsabilità e a cui garantire, al contempo, poteri e disponibilità di risorse adeguate per assolvere appieno i compiti assegnati.

Per promuovere l'*accountability*, può essere utile che l'attribuzione di obiettivi, competenze e poteri sia formalizzata in appositi documenti istitutivi (*charter*) di cui va promossa la piena trasparenza verso gli investitori. In questa direzione si sta muovendo il *New York Stock Exchange (NYSE)*. I nuovi requisiti di *listing* in tema di *corporate governance* proposti dalla borsa statunitense impongono obblighi precisi quanto a struttura e *disclosure* dei *charter* dei comitati *audit*, *governance* e remunerazione. Analoga trasparenza deve essere assicurata alle modalità di funzionamento degli organi sociali, dando comunicazione di una serie di incontri da prevedere periodicamente tra amministratori, revisori e dirigenti della società. Ulteriore presidio necessario per una migliore *accountability* degli amministratori è costituito dall'obbligo di prevedere e pubblicizzare nei *charter* suddetti, esplicite procedure di valutazione o autovalutazione dei comitati, del consiglio di amministrazione nel suo complesso e del CEO, con forme di *disclosure* dell'esito a favore degli investitori.

La chiusura del cerchio in tema di *accountability* deve essere assicurata dalla previsione di un sistema di sanzioni di mercato e/o amministrative, da erogare agli amministratori o ai revisori che vengono meno ai loro doveri. In presenza di un attivo e trasparente mercato per i servizi di amministratori indipendenti o di revisori, una sanzione consistente nella perdita del proprio capitale di reputazione risulta adeguata. Laddove, però, questo mercato sia ancora allo stadio nascente o sia caratterizzato da evidenti distorsioni (scarsa trasparenza, posizioni di privilegio,...) non deve, però, escludersi l'opportunità di sanzioni amministrative pesanti, quale l'interdizione dal ricoprire tali cariche in futuro.

Avendo individuato nella struttura del *board*, nelle prassi operative utilizzate e nei meccanismi di *accountability* le aree più bisognose di riforma, invece di entrare nei dettagli tecnici dei possibili interventi regolamentari, compito questo che volentieri lascio agli illustri giuristi presenti, preferisco soffermarmi, nella

seconda parte dell'intervento, su alcune utili indicazioni per un disegno ottimale dei meccanismi di *governance* deducibili dalle sempre più numerose analisi empiriche a riguardo, rintracciabili nella letteratura accademica. Per la sua maggiore imparzialità e obiettività, la ricerca accademica, al momento ancora fortemente distorta verso la realtà statunitense, può essere fonte di utili indicazioni per l'azione dei *policy makers* e delle organizzazioni autoregolamentari come le borse valori.

Un primo risultato acclarato è l'esistenza di una correlazione negativa tra dimensioni del *board of directors* e performance delle imprese. *Coeteris paribus*, meno numeroso è il consiglio di amministrazione, migliore in media è il rendimento offerto dalla società in termini sia di utili contabili, sia di prezzi di mercato del titolo. La presenza di pochi amministratori favorisce anche un più efficiente *turnover* dei CEO delle società, ossia scelte di conferme o rimozione più sensibili alle performance economiche dell'impresa. La dimensione dei consigli di amministrazione delle società italiane pare abbastanza ben calibrata con un numero medio di componenti che si aggira attorno alle dieci unità.

A fronte del crescente consenso in merito all'opportunità di dare maggior spazio agli amministratori indipendenti, definendone anche in modo più stringente i requisiti necessari, è interessante notare come la ricerca accademica non sia ancora riuscita a trovare alcuna evidenza empirica significativa e certa dell'esistenza di una correlazione positiva tra performance d'impresa e percentuale di *outside directors*.

Secondo tutti gli studi compiuti, e a oggi sono numerosi, tale correlazione è nulla, sia che si guardi al rendimento del titolo scambiato in borsa, sia che ci si concentri sulla redditività contabile. L'unico segnale a supporto del contributo all'efficienza economica ottenibile con un maggior ricorso alla figura dell'amministratore esterno è rintracciabile nelle politiche di *turnover* dei CEO. Esse risultano più sensibili alla performance della società tanto maggiore è la percentuale di amministratori esterni presenti in consiglio. Contraddittorio è, per contro, il contributo fornito dagli *outside directors* all'efficienza del mercato per il controllo delle società. Da un lato, una loro maggiore presenza ottimizza le politiche di acquisizione, riducendo probabilmente i casi di operazioni dettate da *hubris* manageriale: le società acquirenti che ricorrono in modo più consistente a questa figura registrano migliori performance post acquisizione. Non altrettanto ottimale è l'effetto di una maggiore presenza di amministratori esterni nel consiglio della società *target*. Essa tende ad

ingressare il mercato dei *takeover* riducendo la probabilità che i tentativi di acquisizioni siano completati con successo. In questo caso, dovrebbe giocare il timore degli amministratori esterni di perdere il proprio incarico qualora l'operazione vada in porto.

L'indicazione di *policy*, che può trarsi da queste evidenze empiriche in merito al dibattito in corso sull'opportunità di potenziare il ruolo degli amministratori indipendenti, è bivalente. Nyse e Nasdaq hanno sottoposto all'approvazione della SEC alcune proposte di riforma dei requisiti di *governance* delle quotate che prevedono l'obbligo di una maggioranza di consiglieri d'amministrazione indipendenti e comitati *governance* (nomina), retribuzione e *audit* interamente composti da questo tipo di amministratori, oltre a un forte rafforzamento dei requisiti necessari per attribuire la qualifica di indipendente a un amministratore privo di responsabilità manageriale diretta. Se la figura di *outside directors* costituisce una valida approssimazione di quella dei futuri amministratori indipendenti, si deve assegnare a queste proposte un mero valore simbolico, forse comunque utile per ricostruire la fiducia degli investitori. Al contrario, qualora i nuovi requisiti di indipendenza previsti rivestano una rilevanza tale da modificare in modo sostanziale motivazioni, atteggiamento e diligenza che ci si può attendere da un amministratore, i vantaggi per gli azionisti potrebbero essere ben più tangibili.

Anche in Italia, ove per altro la situazione è diversa in quanto la dialettica tra distinti interessi si sviluppa soprattutto tra azionisti risparmiatori e azionisti di riferimento, invece che tra i primi e il management (come del resto in tutta l'Europa continentale), la revisione del Codice di autodisciplina al momento allo studio, dovrebbe portare a una riqualificazione della natura, e a un potenziamento del ruolo degli amministratori indipendenti. È da augurarsi che la riqualificazione della natura di amministratore indipendente non sia perseguita attraverso «*black letter rules*», vale a dire legando il discrimine tra «l'indipendenza» e la «dipendenza» dell'amministratore a una dettagliata lista di precisi requisiti. Il caso Enron (vincitore nel 2000 del premio per migliore *corporate governance* attribuito dalla rivista Fortune), dovrebbe aver insegnato che, in un contesto ambientale incerto e rapidamente mutevole quale quello delle moderne economie capitaliste, una regolamentazione imperniata sull'obbligo del rispetto sostanziale di principi generali è preferibile a una centrata sull'osservanza letterale di una lunga serie di norme dettagliate e rigide.

Tra i criteri generali che la nuova versione del codice potrebbe richiamare al fine di qualificare un amministratore come in-

dipendente, potrebbe ad esempio esservi il principio della necessità di osservare un periodo adeguato di *cooling off*. La credibilità, anche se non necessariamente la sostanza, dell'indipendenza può subire un grave pregiudizio qualora essa sia attribuita a un amministratore che fino a poco prima intratteneva relazioni economiche rilevanti con la società in qualità, ad esempio, di amministratore esecutivo o di dipendente o di revisore. Meno necessario pare, invece, prevedere una quantificazione numerica precisa in mesi e anni di questo periodo, da lasciare più opportunamente alla determinazione di ciascuna società, con il solo vincolo di informare e giustificare il mercato delle scelte compiute.

Un ulteriore aspetto della struttura dei consigli di amministrazione, soggetto a critiche, è la frequente attribuzione alla stessa persona della carica di presidente del Consiglio (Chairman) e di amministratore delegato (CEO). Sebbene alcuni codici di *corporate governance*, apparsi in questi ultimi anni, suggeriscano l'opportunità di tenere distinte le due cariche, ritenendo incompatibile il ruolo di garanzia, che deve assolvere il Presidente, con quello di massima responsabilità operativa del CEO, non vi sono ricerche accademiche in grado di supportare la validità del suggerimento con dati concreti. Nei loro progetti di riforma post Enron delle regole di *governance*, le borse statunitensi non hanno previsto alcun obbligo a riguardo, ritenendo che l'efficienza economica fosse meglio servita lasciando a ciascuna società la libertà di scegliere la soluzione ritenuta ottimale, caso per caso. A maggior ragione sembra opportuno garantire questa libertà di scelta nel nostro sistema in cui, per le molteplici soluzioni possibili quanto ad attribuzione delle deleghe, in molte società manca una figura analoga a quella del «*very powerful CEO*» tipica delle società statunitensi.

Le analisi empiriche sono, invece, concordi nell'evidenziare come, in presenza di *interlocking directorship*, i CEO possano contare in media su compensi più elevati e sul mantenimento della posizione per più lunghi periodi di tempo, mentre le performance della società tendono a essere peggiori. Questi risultati, tuttavia, non costituiscono di per sé valido motivo per disciplinare con norme e regolamenti la pratica dell'*interlocking directorship*. Non si deve, infatti, dimenticare che i consigli di amministrazione sono organi la cui struttura risulta endogenamente determinata da un processo negoziale tra le diverse categorie di azionisti. Una disciplina normativa delle *interlocking di-*

*rectorships*, motivata dalla finalità di migliorare la *governance* aziendale, può risultare controproducente. Le parti, disponendo di una minore autonomia negoziale nel configurare gli organi sociali, possono essere obbligate a scelte subottimali. Questa considerazione non preclude che interventi regolamentari o amministrativi a riguardo possano essere opportuni quando dettati da obiettivi di tutela della concorrenza, ossia finalizzati a evitare che l'*interlocking directorship* tra aziende concorrenti divenga un mezzo per sostenere equilibri collusivi.

Considerazioni di *governance*, tuttavia, suggeriscono di valutare l'ipotesi di precludere agli amministratori implicati in casi di *interlocking directorship*, la qualifica di indipendenti. Amministratori esecutivi di due società, che siedono al contempo come non esecutivi nel consiglio dell'altra società, difficilmente possono vantare una credibile indipendenza di giudizio in questo secondo ruolo. Una recente proposta di riforma del NYSE vorrebbe precludere la qualifica di indipendente nei casi di *interlocking directorship* in cui ricorrano certe condizioni (uno dei due soggetti partecipi al comitato remunerazione del consiglio di amministrazione della società di cui l'altro è amministratore esecutivo). Sarebbe auspicabile che anche la revisione del codice di autodisciplina prevedesse disposizioni analoghe o, almeno, ricordasse che, nelle parole di Brandeis, «*sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light is the most efficient policeman*», richiamando le società a osservare massima trasparenza a riguardo.

Il suddetto riconoscimento della natura endogena della struttura del consiglio di amministrazione, e in generale dell'organizzazione del sistema degli organi sociali, porta a valutare positivamente la disposizione della legge delega per la riforma del diritto societario, che lascia alle società piena possibilità di scelta a riguardo tra le tre soluzioni oggi riscontrabili nell'esperienza internazionale, vale a dire:

a) la soluzione di matrice tedesca che prevede il controllo sul Consiglio di amministrazione da parte di un Comitato di sorveglianza;

b) la soluzione di matrice anglosassone basata su forme di autocontrollo da parte del Consiglio di amministrazione realizzate attraverso l'attività di comitati costituiti al suo interno (*governance/nomine*, remunerazione e soprattutto *audit*);

c) la soluzione storica del nostro ordinamento giuridico che affianca all'autocontrollo interno da parte del Consiglio di am-

ministrazione, ancorché organizzato in modo meno formale di quanto riscontrabile nella realtà anglosassone, l'intervento del Collegio sindacale.

L'opportunità di non eccedere quanto a ingerenza normativa e regolamentare nelle scelte delle imprese relative a struttura e modalità di funzionamento dei loro organi sociali, appare ancora più chiara laddove si consideri come queste scelte siano prodotte di soluzioni endogene, non solo in termini *cross section*, e quindi divergenti da società a società a seconda delle peculiari caratteristiche di ciascuna, ma anche in termini temporali, evolvendosi dinamicamente secondo le diverse situazioni congiunturali vissute da una stessa società.

Analisi empiriche mostrano come il numero di amministratori indipendenti cresca quando una società attraversa momenti di crisi economica e si riduca in presenza di performance aziendali eccellenti; sia più elevato nei primi anni di mandato degli amministratori esecutivi e diminuisca all'allungarsi del periodo di loro permanenza in carica.

L'intensità ottimale di controllo che gli amministratori devono esercitare sul management, e quello degli azionisti sugli amministratori, muta nel corso del tempo. Cercare di fissarlo per via regolamentare a un livello costante, è sforzo vano e inutilmente costoso. Ad esempio, dettagliare in via generale numero e contenuto degli incontri tra amministratori, revisori e sindaci può produrre più distorsioni di quante ne risolva, da un lato fornendo il paravento per una frequenza di incontri insufficiente alle esigenze del momento e, dall'altro, imponendo una frequenza eccessiva quando non necessaria, con conseguente dispersione di preziose risorse manageriali.

In conclusione, nonostante la definizione di un modello di *governance* aziendale in Europa si innesti su condizioni di fondo affatto diverse da quelle prevalenti negli USA, sarebbe un errore ignorare gli insegnamenti che possono trarsi dal fallimento dei meccanismi di *governance* registrati in quella realtà. Trasparenza, prevenzione di possibili commistioni di interesse, meccanismi di remunerazione correttamente incentivanti, *accountability*, equilibrato distribuzione di poteri e responsabilità, sono principi di cui si deve imporre, ovunque e comunque, un rigoroso rispetto senza, tuttavia, ingessare istituzioni che per svolgere efficientemente il loro compito devono potersi evolvere secondo le circostanze sulla base dell'autonomia negoziale dei diversi portatori di interessi presenti in azienda.

## **ANTONIO TAVERNA**

Lazzari ci ha presentato una serie di argomenti su cui discutere. Cedo ora la parola all'Onorevole Pinza, per una prima riflessione sugli stessi e perché ci esprima quali sono le sue aspettative da questo incontro. Se lo desidera, può sollecitare gli interventi dei partecipanti su particolari tematiche.

## **ROBERTO PINZA**

*Tesoriere AREL - Componente Commissione Finanze Camera*

Vorrei intervenire nella fase successiva della tavola rotonda. Con l'Onorevole La Malfa siamo interessati ad ascoltare per cercare di recepire indicazioni per la nostra attività di legislatori. Certo va sottolineata la crucialità politica della situazione: in questo momento siamo in fase di preparazione, di redazione degli schemi e poi, di discussione dei decreti legislativi sulla riforma del diritto societario. Essi poggiano tutti sul principio dell'attribuzione di una larghissima autonomia societaria.

Il Professor Lazzari ha fatto riferimento alla scelta fra le tre tipologie per quanto concerne il rapporto amministrazione-controllo.

Io riaprirei la discussione sul secondo punto indicato dal Professor Lazzari: più trasparenza negli Organi, maggiore attenzione ai processi di nomina e alle modalità di determinazione dei compensi. Conosciamo per la verità anche effetti perversi delle *stock options* che hanno determinato il disallineamento dell'interesse degli amministratori da quello della società ma la questione chiave è proprio quella dei procedimenti di nomina.

Non sono influenzato dal caso Enron, però il dato di fatto messo in evidenza, in quella come in altre occasioni sempre più frequenti, è che la referenza stretta fra il sistema degli amministratori e dei controllori, interni ed esterni, sindaci e revisori, e gli azionisti di maggioranza, di fatto finisce per ridurre enormemente la funzionalità reale dei controlli.

Questa è, a mio avviso, la questione dominante anche perché tale situazione è diffusa, non solo nelle grandi società ma anche nelle tantissime piccole società di capitale nelle quali il ruolo reale dei sindaci è assai più limitato di quello apparente.

Il collegio sindacale non può infatti non risentire del fatto che i suoi componenti vengono scelti tramite l'assemblea dall'azionista di maggioranza. Il revisore è anch'esso di fatto scelto dall'azionista di maggioranza attraverso gli amministratori.

A ciò aggiungasi, che chi opera all'interno di una società come controllore ha mezzi estremamente limitati per conoscere il reale andamento societario. Il risultato che conoscevamo e che oggi è esploso con grande rilevanza è che il sistema dei controlli è debolissimo.

Allora abbiamo due scelte: la prima è una rinuncia di tipo pragmatico che poggia sull'affermazione che si tratta di normale patologia che ci ritroveremo sempre dinanzi, sicchè ogni intervento è in pratica inutile; l'altra è quella invece di immaginare che sia possibile ed utile intervenire.

Chi immagina che ciò possa avvenire attraverso modificazioni normative, oggi suscita più di una perplessità poichè si teme che ciò possa irrigidire un sistema, con il risultato che si riducono forse le patologie, ma si peggiora sicuramente la funzionalità del sistema; altri pensano a codici di autogoverno o ad altre forme.

Io però ripropongo la questione centrale: se in qualche modo non si modifica la univocità dei meccanismi di designazione, il rischio è inevitabile, è strutturale; potrà emergere in modo violento in qualche momento e meno in altri, ma il dato di fatto è destinato a ripresentarsi.

Il sistema amministratori-sindaci-revisori con una unica fonte di designazione – l'azionista di maggioranza – determina tutto ciò inevitabilmente.

Mi chiedo se la questione degli amministratori indipendenti con uno spazio adeguato non sia una delle soluzioni interessanti, resa certamente più percorribile dalla dilatazione dell'autonomia introdotta dalla riforma del diritto societario, dovendosi adeguatamente sfruttare il fatto che il legislatore italiano, che è un tipizzatore per natura e per storia, abbia abbracciato una linea di ampia elasticità nella tipologia e nei contenuti statutari.

Le alternative possibili mi paiono queste: o si valorizza l'aspetto degli amministratori indipendenti, o si fanno giocare gli *stakeholders* esterni, o si attribuiscono ruoli più penetranti alle minoranze, o si combinano questi principi: ciò che è certo è che, in assenza di tali iniziative normative, lo schiacciamento dei controllori sugli azionisti di maggioranza resterà inesorabile.

Questa è l'unica osservazione che volevo fare, sottolineando peraltro che questa riflessione avviene in un momento particolarmente importante, perchè è in questo momento che si stanno preparando i decreti legislativi, all'esame delle Camere nel giro di poche settimane.

## **ANTONIO TAVERNA**

L'Onorevole Pinza ci ha detto una grande verità: gli italiani sono grandi «tipizzatori» e poco inclini ad utilizzare l'autonomia concessa dal legislatore. Uno dei punti forti della recente riforma Draghi è invece l'idea di ridurre il peso della regolamentazione primaria, dando, oltre che all'autonomia statutaria, grande spazio all'autoregolamentazione del mercato. La presenza di Stefano Preda, «padre» del codice di autodisciplina della Borsa italiana, ci permetterà di acquisire l'esperienza diretta che Egli ha fatto, curando la pubblicazione del Codice e che ora sta facendo con la sua rivisitazione; come abbiamo sentito qualche giorno fa a Verona dal Presidente Tantazzi, è imminente la pubblicazione della versione aggiornata del Codice.

## **STEFANO PREDÀ**

*Presidente e Amministratore Delegato Banca Esperia*

*Presidente Comitato per la Corporate Governance delle società quotate*

Prima di parlare di alcune delle risultanze dell'analisi empirica dell'applicazione del Codice di autodisciplina, desidero fare una premessa. Non si può parlare del nostro Paese e degli Stati Uniti come fossero la stessa cosa. Alcune differenze fondamentali distinguono i due Paesi e più in generale il clima economico finanziario dei sistemi anglosassoni (americano e inglese) e quello dei sistemi continentali, come l'Italia.

Il primo punto è che sono diversi i diritti societari anche se ora questo aspetto è in via di cambiamento con l'adozione di alcuni modelli alternativi, proposti nella nuova riformulazione del diritto societario in via di approvazione alla Camera. Una delle cose che sta cambiando è il sistema di controllo tradizionalmente affidato al collegio sindacale nel passato in modo quasi totalitario, e oggi aperto ad altri modelli, uno dei quali è il Comitato di controllo interno.

Un secondo punto riguarda la diversità sostanziale della struttura d'impresa.

Infatti, quando si pone il problema dell'*accountability* dei manager (che vuol dire rendere conto), bisogna domandarsi a chi il management renda conto. Nella situazione italiana in cui la proprietà è quasi sempre concentrata nelle mani di una famiglia e spesso nelle mani di un patto di sindacato, ma molto raramente si rilevano *public company*, ci troviamo in una situazione total-

mente diversa da quella americana dove la *public company* è la normalità. Quindi in Italia raramente il problema del governo societario è rappresentato dalla prevaricazione da parte di un azionista sul management, poiché le due figure spesso coincidono. Invece quasi sempre il problema è rappresentato dal rischio di prevaricazione dei diritti delle minoranze da parte delle maggioranze. Quindi la struttura del sistema di regole di governo in una società ben organizzata ne viene condizionata in modo sostanziale.

Prendiamo ad esempio il caso della figura dell'amministratore indipendente. Nella realtà americana egli deve essere indipendente dal management, poiché in America c'è il rischio che, essendo il sistema di creazione dei Consigli basato sulla cooptazione (spesso i consiglieri non hanno neanche scadenza), sarebbe difficile avere un amministratore veramente indipendente se cooptato dal management stesso.

In Italia l'amministratore deve essere indipendente dalla struttura di proprietà, una cosa ben diversa.

Il terzo punto importante è che sono diverse le strutture dimensionali dell'impresa. Il sistema di organizzazione societaria che si può permettere una società grande come Eni, Enel, Telecom, non è lo stesso che si può permettere invece una società quotata con 100 miliardi di fatturato.

Vi è poi da considerare la struttura del Consiglio di amministrazione. L'attribuzione di responsabilità uguali e solidali a tutti gli amministratori crea situazioni in cui è difficile per gli indipendenti distinguere le loro responsabilità.

Aggiungo infine il tema della struttura degli investitori istituzionali, per sottolineare l'importanza della loro azione e per esaltare il tema della «reputazione».

La «reputazione» dovrebbe essere tema chiave per le scelte di investimento degli investitori, con un diretto impatto economico per le aziende con migliore o peggiore reputazione.

Se una società perde reputazione, il costo del suo capitale aumenta. Ma dovrebbero esserci anche conseguenze più dirette sulle persone: mancati rinnovi nel Consiglio, remunerazione meno incentivante e via dicendo.

La struttura dell'incentivo a mantenere la reputazione è strutturalmente affidata agli investitori istituzionali. Non si può pretendere infatti che tutti studino e valutino il sistema di *governance* di società quotate. Chi lo fa strutturalmente sono propri i fondi pensione, quasi mai i fondi comuni, che hanno un'ottica di lungo termine.

In mercati dove dominano investitori con quest'ottica è fondamentale il tema della reputazione e del sistema dei controlli, perché altrimenti le società rischiano veramente di venire penalizzate dal mercato.

Io credo proprio che la riforma delle pensioni, soprattutto del secondo pilastro, abbia un'importanza enorme; ci sono molte difficoltà ma credo che essa abbia una priorità assoluta, perché dare al nostro Paese una struttura di quel genere significa fare un passo in più verso l'applicazione di sistemi di controlli più adeguati.

Sull'applicazione del Codice, a breve, saranno disponibili i risultati degli studi che abbiamo intrapreso sul tema.

Studi difficili, perché il sistema è basato sulla comunicazione al mercato, da parte della società, del proprio sistema di *governance*. Praticamente tutte le società, salvo qualcuna, hanno fatto questa comunicazione. Il sistema di *governance* si compone però non solo di quello che si dice nella comunicazione al mercato, ma anche di norme statutarie, di scelte assunte nel Consiglio di amministrazione, di deleghe date ai vari amministratori. Quindi, se si vuol guardare al sistema di *governance* bisogna considerare varie cose e farne una collazione intelligente.

Sempre, tra breve, è previsto che il Comitato per la *corporate governance* delle società quotate, da me presieduto, pubblichi una revisione del Codice, che terrà conto delle nuove problematiche emerse dall'esperienza applicativa e dall'evoluzione dei mercati finanziari in questo periodo recente.

I risultati fin qui sono confortanti e anche abbastanza sorprendenti, in positivo.

Tutte le società italiane quotate hanno oggi degli amministratori indipendenti, un Comitato per il controllo interno, un Comitato per la remunerazione, un Comitato per la nomina degli amministratori. Tutte hanno quindi applicato questo strumento con le loro articolazioni.

### **MARIO CATTANEO**

*Ordinario di Finanza Aziendale – seconda Facoltà di Economia, Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)*

Il mio punto di vista è un punto di vista empirico perché ho avuto modo in questi anni di fare l'esperienza quale amministratore indipendente.

Devo portare una nota di ottimismo. Credo che in Italia il periodo della sperimentazione di questi nuovi comportamenti debba

durare un po' di tempo, con un po' di fiducia. Mi vanno bene le caratterizzazioni ma non oltre certi livelli, perché nella mia vita ho visto molte cose inquadrare per legge o per regolamento ma poi non applicate.

L'economia italiana è quella che conosciamo, le strutture societarie sono quelle che si sono sviluppate storicamente tali; oggi si stanno ulteriormente trasformando e con l'uscita di un numero elevato di grandi famiglie dal controllo delle società di Borsa (alcune sono passate all'estero, altre sono uscite dalla quotazione) i più grossi interessi industriali nazionali appartengono, salvo alcune importanti ma limitate eccezioni, a famiglie le cui aziende non sono quotate. Se si facesse una comparazione fra le prime dieci imprese industriali quotate in mano a famiglie italiane e le prime dieci non quotate, si vedrebbe che queste ultime sono più rilevanti.

Rifacendomi a quanto detto prima dal professore Lazzari sul fatto che siamo di fronte ad una nuova legislazione che prende in considerazione in contemporanea i due fronti, io vedo in Italia, ancora per parecchio tempo, un'importante discriminazione tra l'azienda quotata e quella non quotata e ciò non dal punto di vista economico, ma piuttosto dal punto di vista della conduzione e da quello della politica economica da fare con questi strumenti. Il mercato finanziario italiano ha bisogno di diventare meno nano di quello che è, le grandi famiglie che controllano le grandi aziende industriali non quotate sono un grande problema italiano.

Per quanto riguarda le società quotate sappiamo che prevalgono le imprese quotate a controllo assicurato: di *public company* se ne vedono poche e ciò ha un forte significato.

Il primo problema di rilievo è quello degli amministratori indipendenti.

Questi sono un *genus* di cui la maggior parte delle persone che ne parla non sa nulla e spesso crede che si tratti di un problema nominalistico.

Franzo Grande Stevens ed io abbiamo una comune esperienza in una grande banca (una di quelle controllate dalle Fondazioni): talvolta ci è stato dato di cogliere spunti singolari, in perfetta buona fede, sul concetto di amministratori indipendenti.

Un'altra mia esperienza, tutta diversa, è quella dell'Eni. Alcuni anni fa sono entrato nel Consiglio di amministrazione, proposto dal mercato, e non senza qualche perplessità date le vicende dei primi anni novanta. È stata invece una delle mie

più belle esperienze professionali in cui ho visto veramente realizzato il concetto di indipendenza degli amministratori. Infatti, le nomine fatte dal ministero del Tesoro (l'azionista di riferimento) erano state fatte con un grado di lungimiranza e di serietà selettiva tale per cui, gli amministratori indipendenti designati dal mercato hanno solo concorso a formare un gruppo affiatato con gli altri, in perfetta sintonia di comportamenti.

Forse siamo stati anche agevolati dal numero limitato complessivo di amministratori: solo nove.

Da poco il Consiglio di amministrazione è fortemente cambiato: mi auguro che l'esperienza già vissuta continui.

Gli amministratori vanno coltivati con rispetto. Personalmente dedico molto tempo ai Comitati: si tratta di un lavoro impegnativo. Essi non devono essere remunerati, perché fa parte dei compiti di un gruppo di amministratori istruire per il Consiglio di amministrazione una serie di problemi; perché il Comitato Audit è un sottoorgano che lavora per il C.d.A. che non può studiare adeguatamente i problemi aziendali dell'organizzazione e del controllo in tutte le sedute del Consiglio; perché si segnala così al mercato che il C.d.A. s'impegna per un'attività efficiente non solo in senso formale.

Se vogliamo far crescere la categoria degli amministratori indipendenti – che non esisteva nell'esperienza italiana – al fine di farla diventare un *genus* diffuso che porti un contributo nel medio periodo (i prossimi cinque-dieci anni), bisogna darle fiducia, incentivarla, aiutarla. Ne consegue che non condivido il discorso sugli amministratori indipendenti che potrebbero essere maggiormente responsabili, perché «sanno di più». Ne faccio un discorso politico: siamo ai prolegomeni, non alle conclusioni in Italia su questo problema. Il volontariato va promosso e non represso, altrimenti i volontari scompariranno.

Quindi al momento, non vedo la responsabilizzazione se non come fatto di reputazione.

Un'altra cosa che non condivido a proposito degli amministratori in generale e degli amministratori indipendenti in particolare (anche di quelli dell'aziende con significative partecipazioni dello Stato, tipo Eni, Enel), è che veda correlata la loro remunerazione ai risultati aziendali. Trovo tutto ciò assolutamente controproducente. Questo lo penso per gli amministratori in quanto tali e non certo per l'Amministratore delegato che è utilmente remunerato a stipendio e poi a rendimento sul raggiungimento dei target.

Se gli amministratori indipendenti, per la totalità degli *stakeholders*, hanno una funzione tipicamente di controllo, cioè di garantire al resto del mondo una tutela, essi non dovrebbero avere alcuna remunerazione agganciata ai risultati.

### **CRISTINA ROSSELLO**

*Avvocato*

La nostra realtà non è caratterizzata soltanto da grandi imprese con una *corporate* già perfettamente «evoluta», è emerso, ad esempio, il rischio di come, in alcune imprese a proprietà concentrata, il controllo sia esercitato proprio grazie all'ausilio dei cosiddetti esperti indipendenti che non assicurano l'indipendenza nei confronti dei soci di riferimento.

Ecco, occorrerebbe ad esempio, riuscire ad evitare alcuni aspetti patologici che abbiamo riscontrato recentemente e che rischiano di vanificare quello che il Codice Preda mira ad evitare.

Accenno ad esempio, brevemente, alla delicatezza che può comportare la scelta di nominare quale «esperto indipendente» il cosiddetto professionista di famiglia, quando è la famiglia il socio di riferimento.

La scelta va effettuata con estrema cautela. Occorre evitare casi di designazione attraverso la nomina di professionisti che, nella realtà, svolgano attività collaterali per la famiglia, non inerenti all'attività dell'impresa, e vengano di fatto remunerati indirettamente attraverso questa, in virtù della qualifica di «esperti indipendenti». Può accadere che non si sia riflettuto attentamente sulla necessità di scissione di questi ruoli.

In famiglie allargate, se vi sono tensioni interne per la gestione, fatta salva l'eccezione del personaggio di alta caratura e quindi con l'equilibrio necessario per destreggiarsi autonomamente nelle dispute di parte, il cosiddetto «esperto indipendente» può rischiare di non corrispondere alle aspettative e al disegno del Codice Preda.

Proprio per far fronte a questi problemi, ad esempio l'AIDAF ha cercato di favorire lo sviluppo e l'adozione del modello del Codice Preda, cercando di far sì che questo non resti un discorso legato alla grande imprenditoria, già di per se abituata a queste tematiche, ma anche cercando di favorirne la crescita e la diffusione in tutte le aziende familiari, organizzando seminari e temi di studio che sempre maggiormente cercano di focalizzare l'importanza di tale figura.

## **STEFANO PREDÀ**

Ma i signori che l'avvocato Rossello cita non possono essere qualificati come amministratori indipendenti in una comunicazione al mercato. Lo potrebbero essere solo se, come da Codice «*non intrattengono relazioni economiche di rilevanza tale da condizionare l'autonomia e il giudizio con la società, le sue controllate, gli amministratori esecutivi, gli azionisti, i gruppi di azionisti e il controllo della società*». Quindi escludo che questi signori siano amministratori indipendenti, ma se si leggono quelle righe del Codice, si capisce che una società non può comunicare al mercato ufficialmente una cosa che non risponde al vero.

Poiché ci sono interpretazioni difformi del concetto di «indipendenti»: una delle cose che il Comitato sta facendo è proprio definire meglio alcuni aspetti e situazioni necessari per qualificare l'indipendenza.

## **GIORGIO LA MALFA**

*Presidente Commissione Finanze Camera dei Deputati*

Il dibattito che si sta svolgendo è molto interessante, anche perché esso riflette le esperienze e le considerazioni degli operatori sui mercati finanziari.

Il Governo sta preparando i decreti attuativi della riforma del diritto societario, che poi saranno valutati in sede parlamentare; noi, come Commissione Finanze, abbiamo condotto un'indagine conoscitiva sul Testo Unico Draghi, della quale ci apprestiamo a scrivere le conclusioni dopo aver sentito, per ultimo, il ministro Tremonti. In esse diremo se ci sono aspetti del testo Draghi che vanno modificati o corretti.

Nella tavola rotonda di oggi sono scaturite molte questioni, tra cui quella degli amministratori indipendenti. Ciò che a me interessa molto (e partirei proprio da quello che affermava il Professor Preda) è la differenza tra il sistema americano nel suo complesso e il sistema italiano. La domanda che mi faccio spesso sul nostro sistema di *governance* delle imprese e sul sistema finanziario è la seguente: dobbiamo spingere per un'omogeneizzazione del nostro sistema verso il sistema americano, comprendendo dunque la contendibilità delle imprese e la scelta degli amministratori, oppure dobbiamo difendere la vecchia tradizione del capitalismo familiare?

Il punto che mi fa essere molto cauto sulla prima possibilità è il seguente: c'è una differenza importante – e mi richiamo all'osservazione fatta dal Professor Preda – tra i fondi comuni e i fondi pensione. Mentre i fondi pensione mirano in qualche modo alla stabilità, i fondi comuni non necessariamente sono spinti al mantenimento di quest'ultima.

Come si vede, nel sistema americano un elemento di stabilità è dato da questo interesse di medio termine. Poiché i fondi pensione non rientrano ancora nella nostra tradizione, dobbiamo porci il quesito del modo in cui assicurare una stabilità di medio termine. La scelta è se dobbiamo smontare il sistema tradizionale del controllo familiare, dobbiamo cioè rendere tutto il sistema più contendibile, o dobbiamo invece cercare in qualche modo di «rallentare» il capitalismo?

Il Professor Lazzari ricordava che negli anni ottanta c'è stata un'illusione relativa al fatto che si credeva che il mercato azionario fosse la misura definitiva dell'efficienza aziendale; Lazzari ci ha poi spiegato le ragioni per le quali questa misura non è una misura in senso proprio, ma in modo indiretto. Credo che si debba essere cauti per quanto riguarda l'introduzione nel nostro sistema dei modelli di tipo americano.

A mio avviso, ad esempio, ritengo che le *stock options* ai managers siano uno degli «errori» del capitalismo: ho simpatia per il concetto espresso dal professor Cattaneo di tenere le remunerazioni fisse, ma ho la sensazione che, nel momento in cui agli amministratori, a tutto il gruppo di vertice di una società, si attribuisce una *stock option*, non necessariamente questo vuol dire legare strettamente l'interesse di questo amministratore all'interesse della società: ci potrebbe invece essere un legame con l'interesse di Borsa, che è una cosa un po' diversa.

Quando il professor Lazzari diceva che c'è una correlazione fra l'andamento della società e il cambiamento frequente degli amministratori e la dimensione del Consiglio di amministrazione, mi sono domandato se sia una cosa certa quella di ritenere che il capitalismo funzioni meglio se gli amministratori di vertice della società cambiano rapidamente.

Io vorrei quindi capire meglio da coloro che sono collocati nel mercato, nel sistema capitalistico in modo concreto, se si debba accelerare questo sistema capitalistico, renderlo più penetrante e più competitivo o tenere presenti alcune nostre specificità.

Aggiungo un'altra domanda. In una realtà che va internazionalizzandosi, quantomeno a livello europeo, esiste l'esigenza di difendere una titolarità regionale delle imprese, esiste cioè un in-

teresse a consolidare i nuclei familiari, dove sono presenti, o dobbiamo accelerare la loro dismissione, ritenendo indifferente se la proprietà, ad esempio, sia della Fiat, sia degli Agnelli, finisca nelle mani della General Motors? È insomma un problema di cui non dobbiamo occuparci più, è un problema che non esiste, o invece è una questione che continua a sopravvivere all'interno di un'economia internazionalizzata? In pratica, se ancora la cosa ha un interesse, come si porta avanti il fatto di avere una base regionale all'interno di un sistema in cui siamo l'anello finanziariamente più debole?

#### **TAVERNA**

Una piccola mozione d'ordine. Abbiamo verificato a fondo la differenza fra quello che sta accadendo in Italia e il mondo anglosassone, ma mi sembra che nessuno abbia accennato al terzo modello previsto dal nostro legislatore, che è quello «renano».

#### **GIORGIO LA MALFA**

La domanda appena posta è importante. Ci sarà qualche società italiana che adotterà il metodo tedesco? Quando noi abbiamo trovato tale modello nel testo della legge Mirone, durante la revisione in Commissione del diritto societario, l'abbiamo lasciato. Confesso che io pensavo che non sarebbe stato introdotto da nessuno, però sarei molto curioso di sapere se i presenti pensano che ci sia una concretezza nell'ipotesi tedesca.

#### **LORENZO CAPRIO**

*Ordinario di Finanza Aziendale – Facoltà di Economia, Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)*

Fra i temi già toccati dagli intervenuti, vorrei ritornare sull'attenzione da porre nel non rendere troppo difficoltosa la presenza in borsa delle società controllate da famiglie; penso che possa essere un problema rilevante per le società di piccola e media dimensione, anche se non sicuramente per i maggiori gruppi. Un'eccessiva istituzionalizzazione e formalizzazione dei meccanismi di gestione e di controllo può, nelle società di minore dimensione, essere percepita come un fenomeno negativo, che mette in crisi la leadership dell'imprenditore-fondatore. Se fosse

così, in ultima analisi questo potrebbe diventare un elemento che scoraggia l'entrata in borsa di nuove società familiari di non grande dimensione.

Penso che negli ultimi anni alcune iniziative, come il Codice di autodisciplina in materia di *corporate governance*, siano state condotte con mano felice, evitando il rischio precedentemente segnalato. Ciò ha contribuito a mantenere l'interesse delle medie imprese italiane verso la quotazione, verso un luogo – la Borsa – visto per lungo tempo come appropriato solo per i grandi gruppi. Bisogna proseguire su questa strada, evitando in alcuni casi di seguire in modo automatico quanto viene suggerito, oggi, per una realtà diversa come quella degli Stati Uniti. Faccio un esempio. È ormai molto frequente negli Stati Uniti, in risposta alle richieste di miglioramento del sistema di *corporate governance*, la presenza di una maggioranza di amministratori indipendenti nei *board* delle società quotate, soprattutto di maggiore dimensione. Tra le prime cinquecento società di Fortune, sono ormai veramente una rarità quelle in cui ciò non si verifica; addirittura, in buona parte di esse, l'unico amministratore non indipendente è il CEO. Si tratta di una situazione che ben risponde al problema di controllo di un management senza azioni, ma che sarebbe poco legittimato economicamente nelle medie imprese quotate italiane, nelle quali l'azionista di maggioranza assume la maggior parte del rischio d'impresa, e per questa ragione deve disporre di certezza del suo potere decisionale nella società; la accettazione dell'obiettivo generalizzato di una maggioranza di indipendenti, anche in Italia, mi sembrerebbe perciò poco sensato e controproducente per l'obiettivo di favorire un maggior numero di quotazioni, in quanto ciò potrebbe apparire agli occhi dell'imprenditore italiano come una perdita della sua capacità di indirizzo gestionale in seguito alla quotazione.

Un altro punto su cui vorrei intervenire riguarda invece la riforma del diritto societario. È stato richiamato come la legge delega preveda tre modelli di organi amministrativi e di controllo della S.p.A: una struttura, che possiamo chiamare monistica, che vede come unico organo il Consiglio di amministrazione con Comitato di controllo interno nel suo seno, un sistema tradizionale dato dal Consiglio di amministrazione e Collegio sindacale, un sistema duale dato dal Consiglio di sorveglianza sovrastante il Consiglio di direzione.

Vorrei esprimere un dubbio riguardo alle modalità di adozione del primo modello nella società non quotata. Può nella società non quotata esistere un Consiglio al cui interno è codificata

per legge la presenza di un Comitato di controllo interno, senza che quest'ultimo abbia funzioni sostanzialmente diverse da quelle che assume nelle società quotate, dove rappresenta e tutela gli interessi del pubblico degli azionisti-risparmiatori? E si può pensare di richiedere ai componenti di tale comitato caratteristiche, come l'indipendenza, simili a quelle che vengono richieste nelle società quotate?

Altro aspetto su cui è necessario riflettere, è che certamente la riforma del diritto societario prevederebbe un irrigidimento nella codificazione dell'articolazione interna del C.d.A., che si contrappone all'approccio flessibile dei Codici di autodisciplina. È meglio distinguere nettamente la tematica riguardante i controlli delle società quotate e non quotate, evitando tra l'altro che la normativa generale ponga difficoltà di coordinamento con i risultati positivi del processo di autodisciplina riguardante le prime, facendo tornare il sistema a una situazione di mera adesione formale a norme di legge immutabilmente (almeno per alcuni decenni) scolpite.

In realtà, vedrei meglio due sistemi per le società non quotate: quello attuale, e quello duale alla tedesca. In tal modo si eviterebbe di dover definire per legge una tematica – quella dell'organizzazione del lavoro del C.d.A. – che è meglio lasciare all'autonomia societaria, mantenendo così tutto lo spazio necessario al processo di autodisciplina delle società quotate, che affronta tematiche per definizione assenti nel caso delle non quotate.

#### **GIUSEPPE PIROLA**

*Presidente Studio Pirola Pennuto Zei & Associati*

Il Professor Cattaneo prima accennava al tema della responsabilità dei componenti del Consiglio e del Collegio sindacale. Questo è il problema di fondo che il nostro Codice ha sempre confuso, o meglio non ha adeguatamente differenziato le diverse posizioni all'interno di detti organi. Di conseguenza la giurisprudenza, salvo qualche rara sentenza, ha sempre considerato i membri del Consiglio di amministrazione e i membri del Collegio sindacale, tutti parimenti colpevoli in caso di problematiche delle società. Questo aspetto merita, secondo me, di essere affrontato: è necessario graduare le responsabilità, differenziando quella di chi gestisce, e quindi ha una responsabilità diretta, da quella di chi deve vigilare o controllare. Una volta fatto ciò, si può discutere anche il tema della remunerazione degli ammini-

stratori, differenziandole secondo il loro diverso coinvolgimento nella vita societaria.

Nella mia esperienza professionale ho sempre visto che quando tutti sono responsabili allo stesso modo, nei momenti di crisi, uno copre l'altro.

Per quanto riguarda i modelli proposti, vorrei porre una domanda: «Siamo proprio sicuri che il modello monistico del Consiglio di amministrazione, con ripartizione dei compiti interni, funziona in un mercato come il nostro dove, anche le quotate, hanno un azionista di maggioranza?». Come detto in un intervento precedente, o si toccano gli interessi di questo azionista o non si esce dal circolo vizioso creato dal fatto che «il controllato nomina il controllore».

Ho esperienza diretta della realtà francese; in aziende che, con qualche variante, adottano il modello tedesco del Consiglio di sorveglianza. La separazione dei compiti del management, rispetto a quello del Comitato di sorveglianza, consente ai membri di questo di focalizzarsi su aspetti non contabili, ma di natura gestionale strategica. Così essi hanno lo spazio e la possibilità di giocare un ruolo sia di sorveglianza sia, occorrendo, di indirizzo. A mio avviso questo modello si adatta bene al nostro contesto economico caratterizzato da una larga presenza di medie imprese familiari.

Diversa invece è la realtà della grande azienda «aperta» in cui il mercato stesso può intervenire a regolare il ruolo dell'amministratore indipendente.

## **RENATO RORDORF**

*Consigliere Corte di Cassazione*

Qualsiasi discorso concernente i controlli societari deve fare i conti con il tema dell'indipendenza di chi quei controlli è chiamato ad esplicare: è una questione assolutamente centrale.

In verità, è questione vecchissima e chi avesse la curiosità di rileggere i testi dei dibattiti svoltisi già all'indomani dell'unità d'Italia, in occasione della prima codificazione postunitaria, scoprirebbe che se ne discuteva in termini talvolta non molto dissimili dagli attuali. Sembrava, allora, che solo un controllo pubblico ed esterno agli interessi di azionisti ed amministratori della società potesse dare una seria garanzia di indipendenza da tali interessi, senza la quale quel controllo sarebbe risultato sempre debole ed inefficace. Ed in un primo tempo fu perciò istituito un

apparato pubblico di vigilanza (l'Ufficio di sindacato sulle società commerciali e gli istituti di credito, da cui discende l'attuale nome del collegio sindacale) che scomparve poi con l'affermarsi di concezioni più liberali nel codice di commercio del 1882, nel quale, per la prima volta, fu prevista la figura del collegio sindacale di nomina assembleare. Ma, in oltre cento anni, la discussione sull'efficacia (da molti spesso contestata) di questo organismo di controllo ha continuato a ruotare intorno al modo come assicurarne un adeguato grado d'indipendenza.

L'indipendenza, ovviamente, è un concetto relativo: occorre stabilire da chi è necessario che i controllori siano indipendenti. La risposta può apparire scontata, ma è un punto che non va trascurato: se i controlli hanno ad oggetto la correttezza dell'amministrazione, pare ovvio che chi è chiamato ad esercitarli debba essere anzitutto in posizione d'indipendenza rispetto agli amministratori il cui operato è soggetto a quel controllo. Ma non basta certo: occorre anche – e forse soprattutto – che i controllori siano indipendenti dai soci che detengono la maggioranza del capitale e dai quali, di regola, gli stessi amministratori promanano.

La ragione di ciò è evidente. Specie quando un'impresa assume la forma di società per azioni e fa appello al capitale di rischio, rivolgendosi quindi al mercato per il proprio finanziamento primario, essa mette in gioco interessi che vanno ben al di là di quelli di chi la società ha fondato o di chi (magari con una quota di capitale relativamente esigua) ne detiene il comando. Ciò spiega perché, pur trattandosi di attività comprese nell'ambito del diritto privato – in cui normalmente le parti interessate forgiavano e rendono operanti i propri strumenti giuridici in totale autonomia, dovendo solo preoccuparsi di non travalicare i limiti esterni di liceità fissati dall'ordinamento – s'impongono qui invece forme di controllo sull'attività privata ignote ad altre figure contrattuali. Infatti, nelle società di capitali di maggiori dimensioni (e nelle cooperative) esiste sempre, almeno potenzialmente, la necessità di tener conto anche di interessi esterni, facenti di volta in volta capo ai soci di minoranza, ai creditori o al mercato in genere.

Sta proprio qui il fondamento logico del sistema di controlli endosocietari. Esso non solo e non tanto serve a garantire che i gestori del patrimonio sociale si comportino correttamente nei confronti dei soci (complessivamente intesi) che di quel patrimonio sono i titolari: se fosse solo questo, non vi sarebbe alcun motivo per non lasciare ai medesimi soci la totale libertà di scelta

sul se e sul come configurare siffatti controlli. Serve anche, e soprattutto, a tutelare le minoranze azionarie, da un lato, e gli interessi dei creditori, dei terzi e del mercato in genere, dall'altro: il che spiega perché, nella vigente normativa, la disciplina di quei controlli è solo assai limitatamente disponibile da parte dell'autonomia statutaria e perché possano darsi situazioni in cui il controllo sindacale deve essere instaurato persino in società con un unico socio.

Detto questo, resta da sapere come la legge è in grado di adeguatamente garantire che i titolari del potere di controllo sull'amministrazione delle società siano davvero indipendenti dagli amministratori e dall'azionista di maggioranza. L'indipendenza attiene forse, prima ancora che al diritto ed al mondo delle regole giuridiche, a quello dell'etica degli affari. Ma non per questo il giurista può disinteressarsene.

Val la pena di ricordare che, dopo lo scandalo della falsificazione dei bilanci della società Enron, una delle più grandi tra quelle quotate al Nyse, alcuni autorevoli esponenti della dottrina giuridica americana hanno sottolineato come i controlli societari oscillino sempre fra due istanze contrapposte: quella della prossimità e quella della oggettività del controllo.

La prossimità, ossia il fatto che chi controlla la corretta gestione societaria sia il più possibile addentro a tale gestione, ha dei vantaggi evidenti: permette un controllo proattivo e consente di individuare con immediatezza i problemi, intervenendo con modalità più efficaci. Ma, naturalmente, implica un maggior rischio di «cattura» del controllore da parte del controllato, perché in certo senso finisce per coinvolgere il primo nelle scelte del secondo e gli impedisce un sufficiente distacco critico nel valutare poi la correttezza di tali scelte. Un controllo meno prossimo alla gestione è invece dotato, in potenza, di maggiore oggettività: giacché implica un rilevante distacco del controllore dal controllato; ma, per ciò stesso, consente solo interventi *ex post*, che sono di per sé meno efficaci e soltanto sporadici scontando una minore capacità di individuazione sistematica e precoce dei problemi.

Ovvio che occorra trovare un punto di raccordo tra questi due estremi, riuscendo in qualche misura a contemperarli, ed è anche chiaro che la gamma dei possibili punti di equilibrio è vastissima. Probabilmente la bontà del sistema di controllo dipende proprio da come si riesce a realizzare tale contemperamento, senza del tutto sopprimere nessuna delle due istanze cui ho accennato.

È chiaro però anche che il modo di intendere e di garantire l'indipendenza dei controllori può essere diverso a seconda che ci si avvicini più al polo della prossimità o a quello dell'oggettività del controllo. Infatti ci sono, in astratto, almeno due possibili vie per ricercare idonee garanzie d'indipendenza. L'una, fa leva prevalentemente sullo statuto soggettivo di chi è chiamato alle funzioni di controllo, e quindi su requisiti e condizioni personali del controllore: che sia in possesso di certe qualifiche, che non sia in determinati rapporti con esponenti aziendali o con i soci di maggioranza, ecc. L'altra si basa invece sul meccanismo attraverso cui la nomina avviene: punta cioè a sottrarre la nomina del controllore a chi è poi (direttamente o indirettamente) soggetto al controllo.

Si tratta di criteri che possono tra loro concorrere ed, entro certi limiti, cumularsi, tenendo presente che il primo di essi – quello cioè che fonda l'indipendenza sui requisiti di chi può essere nominato alla carica – raramente da solo si è dimostrato sufficiente, giacché richiede una non agevole capacità di verifica sul permanere delle condizioni soggettive in questione ed è, in qualche misura, più facile da aggirare. L'altro – quello che si fonda sulla provenienza della nomina – offre maggiori garanzie di effettività, perché quanto più una funzione è importante tanto più è la nomina stessa (la speranza di conseguirla o il timore di perderla) a generare il rischio di dipendenza del nominato da chi del potere di nomina dispone. Al primo criterio si ispirano le disposizioni del codice civile in materia di requisiti di eleggibilità dei sindaci, nonché quelle del Codice di autoregolamentazione delle società quotate (cd. Codice Preda) nella definizione di «amministratori indipendenti». Tien conto invece anche del secondo criterio il Testo unico della finanza, laddove prescrive che nelle società quotate i soci di minoranza debbano aver voce in capitolo nella nomina dei sindaci. Un modello, quest'ultimo, cui credo sarebbe bene si ispirasse anche il legislatore alle prese con la ormai prossima riforma generale del diritto societario.

## **LA MALFA**

E se non c'è una minoranza? Supponiamo che ci sia una società in cui l'azionariato è talmente soddisfatto di come vanno le cose .....a chi la affidiamo la nomina?

## **RORDORF**

Io non sostengo che la nomina debba essere totalmente affidata alla minoranza. Sto richiamando le ragioni che sono alla base della normativa sul collegio sindacale delle società quotate nel Testo Unico, ove appunto è stabilito che lo statuto della società debba contenere clausole idonee a far sì che una quota (minoritaria) del collegio sindacale sia nominata dalla minoranza. Se, in concreto, non v'è una minoranza, è chiaro che una simile clausola non si applicherà. Ma è importante che la norma la preveda perché, altrimenti, nelle società nelle quali la minoranza esiste, quella importante garanzia di indipendenza del controllo non opererebbe, come infatti non ha mai operato nel regime del solo codice civile.

Per questo mi sembra di massima importanza verificare se e come la previsione del Testo Unico, riguardante il cosiddetto «sindaco di minoranza», si riverserà nella futura riforma del diritto societario ed, in particolare, nella disciplina delle società per azioni che fanno appello al pubblico risparmio e che hanno perciò un azionariato di più ampia diffusione.

Nel sistema del codice civile vigente, la funzione di vigilanza sindacale è concepita, almeno in teoria, come ben distinta da quella di gestione che compete agli amministratori. La logica di tale netta distinzione riposa, appunto, sul rilievo che un eventuale coinvolgimento dei sindaci nelle scelte gestorie rischierebbe poi di ridurre la loro capacità critica rispetto a tali scelte: capacità critica che è invece indispensabile in chi esercita funzioni di controllo. In certo senso è una sorta di embrionale applicazione, in campo societario, del principio costituzionale della divisione dei poteri. Di fatto, però, il confine tra la competenza dei sindaci e quella degli amministratori, quando solo alcuni tra questi ultimi siano titolari di deleghe operative e gli altri si limitino ad attività consiliari, non è sempre così nitido. Gli amministratori non esecutivi finiscono anch'essi per svolgere, almeno in parte, funzioni di vigilanza sull'operare degli esecutivi, ed è questo anzi un loro inderogabile dovere, come si desume dall'art. 2392, c. 2°, c.c. I loro compiti e le loro responsabilità, in difetto di più precise indicazioni statutarie, sono però assai meno definiti di quelli dei veri e propri organi di controllo; e ciò genera situazioni pericolosamente ambigue sia per la tutela degli interessi cui il controllo è preordinato, sia per gli amministratori stessi. In ogni caso, è chiaro che il legislatore del codice civile non si è posto minimamente il problema di pretendere un qualche grado d'in-

dipendenza da nessuno degli amministratori (esecutivi o meno), muovendo dal presupposto che l'amministrazione è sempre e comunque una funzione che compete a chi impegna nella società la maggior quota di capitale. Il già richiamato Codice Preda, per parte sua, ha certamente avuto il pregio di precisare meglio i compiti degli amministratori, facendo perno appunto sulla distinzione tra esecutivi e non esecutivi. Non altrettanto chiara né persuasiva risulta, però, mi sembra, la ripartizione di competenze rispetto al collegio sindacale (in effetti quasi ignorato dal Codice Preda) e – soprattutto – resta abbastanza vaga la previsione per cui «un adeguato numero» di amministratori non esecutivi sono indipendenti (nel senso che non debbono intrattenere relazioni economiche rilevanti con la società o con chi la amministra o la controlla, né a loro volta essere titolari, da soli o in concerto con altri, di partecipazioni di controllo).

Nella prospettiva della imminente riforma, per le S.p.A., lo scenario si appresta a divenire molto più movimentato, giacché il legislatore delegante non si è limitato ad estendere, entro limiti più o meno ampi, le nuove disposizioni del Testo Unico della finanza in materia di controllo sindacale e di revisione contabile, ma ha compiuto anche aperture assai più innovative. L'art. 4, c. 8°, lett. *d*) della legge delega, infatti, prefigura tre possibili soluzioni: quella già nota all'ordinamento italiano, che si applica in difetto di indicazioni diverse; quella che ricalca il sistema dualistico alla tedesca, con un consiglio di gestione ed un consiglio di sorveglianza; e quella all'inglese con solo un consiglio di amministrazione nel cui ambito va però istituito un comitato preposto al controllo interno.

Ora, con riguardo alla prima ipotesi – quella più vicina al modello tradizionale –, si riproporrà il dilemma tra meccanismi che mirano ad assicurare l'indipendenza dei sindaci facendo leva soprattutto sull'esistenza di determinati requisiti soggettivi in capo a chi è nominato sindaco, e meccanismi in cui invece si pone l'accento sul rapporto tra chi nomina i sindaci e chi a quella carica è nominato. Personalmente, per le ragioni che ho già indicato, auspicherei che venga adottato (quanto meno per le società aperte al mercato, che abbiano un azionariato sufficientemente numeroso) un sistema di nomina *pro quota* anche da parte delle minoranze, analogo a quello sin d'ora previsto dal Testo Unico per le società quotate.

Per le società che volessero invece adottare il Consiglio di sorveglianza, posto che tale organo avrà poteri assai più incisivi del Collegio sindacale e, soprattutto, poteri che nel sistema tradizio-

nale spetterebbero invece all'Assemblea (approvazione del bilancio, nomina e revoca dei gestori, di deliberazione ed esercizio dell'azione di responsabilità nei loro confronti), mi parrebbe più che mai indispensabile una previsione che garantisca la presenza di consiglieri di sorveglianza eletti dalla minoranza, pena la totale evanescenza dei diritti della medesima minoranza, non più utilmente esercitabili in un'assemblea ormai assai depotenziata.

Quanto, infine, al cosiddetto sistema monistico – che unifica gli Organi di amministrazione e controllo, affidando questa specifica funzione ad un comitato istituito all'interno del medesimo Consiglio di amministrazione – occorrerà tener presente che tale sistema, per un verso, non intacca le tradizionali competenze dell'Assemblea, per altro verso si caratterizza, evidentemente, per un maggior grado di commistione tra amministrazione e controllo. Si tratta dunque di un modello in cui l'istanza della «prossimità» del controllo è destinata a prevalere su quella dell'«oggettività». Il che, per le ragioni che ho cercato di chiarire, esalta la necessità che l'indipendenza dei componenti il comitato di controllo sia non soltanto fondata sui requisiti formali di tipo personali, ma anche su un criterio di nomina che chiami in causa la minoranza azionaria (ove presente). Sarebbe del resto poco comprensibile, per le società quotate, che la legge approntasse un diverso grado di tutela delle minoranze a seconda che la società adotti il tradizionale sistema di controllo sindacale piuttosto che il sistema monistico di nuova introduzione.

Da ultimo, poiché se ne è parlato, un breve accenno al tema della responsabilità degli Organi di controllo. Solo per dire che, anche sotto questo profilo, torna utile evitare un'eccessiva commistione tra compiti di gestione e compiti di vigilanza endosocietaria. In situazioni nelle quali, viceversa, il controllo sia fortemente commisto con la gestione, e questa presenti aspetti di irregolarità tale da generare danno ai soci, ai creditori o ad altri terzi, è chiaro che assai difficilmente si potrà evitare di cumulare indifferenziatamente i profili di responsabilità dei gestori e quelli dei controllori. Insomma, quanto più c'è confusione nei ruoli, tanto più c'è il rischio anche di confusione nelle responsabilità che da quei ruoli possono derivare.

E questo, sia detto per inciso, dovrebbe insegnare qualcosa anche ai redattori degli statuti societari, che invocano spesso a gran voce un ampliamento dei limiti di autonomia, ma assai poco utilizzano gli spazi di cui pur già dispongono, ad esempio, disciplinando statutariamente in modo più preciso i compiti degli amministratori delegati, i loro obblighi di informazione verso

il Consiglio ed i poteri di indagine e verifica spettanti al Consiglio nel suo complesso ed ai singoli consiglieri privi di delega. Cosa che, invece, molto gioverebbe proprio ed anche ai fini di distinguere le rispettive responsabilità.

## **FRANZO GRANDE STEVENS**

*Avvocato*

Fra tutti gli interventi fin qui ascoltati è stato molto stimolante per me quello del Presidente Rordorf quando ha sottolineato che, allorché si parla di indipendenza, si deve intendere l'indipendenza esterna verso il mercato, verso fornitori, azionisti, dipendenti, collaboratori, creditori, etc.

Il sistema del libero mercato, al quale noi aderiamo e al quale appartiene quell'area di economia avanzata di cui facciamo parte, esige che queste regole siano rispettate e che questa autonomia sia salvaguardata: prevenzione ed eventualmente repressione nel caso patologico in cui queste regole non siano rispettate.

Quando si parla di indipendenza e di controllo si presuppone la possibilità di un conflitto di interessi. Quando dobbiamo controllare l'azionista di maggioranza per le operazioni correlate (perché è lui, nel caso di un tale assetto proprietario della società, che può prevaricare), noi parliamo di un suo potenziale o effettivo conflitto di interessi. Viceversa se si tratta di una *public company*, l'oggetto del controllo e l'esame degli interessi in conflitto riguarderà soprattutto i managers i quali, essendo al vertice del potere, possono profittare di questo per compiere delle irregolarità.

Si è parlato degli amministratori e dei sindaci, ma meno del controllo indipendente da parte della società di revisione.

A mio parere i revisori sono l'elemento più importante del controllo indipendente: non c'è infatti nessun altro, né amministratori indipendenti o comunque amministratori che non siano amministratori delegati, esecutivi con poteri particolari, né sindaci (soprattutto se si tratta di società quotate per cui è sostanzialmente limitata la loro possibilità di controllo alla strategia), che eserciti un'attività di controllo così penetrante come quella dei revisori.

Io credo proprio che la società di revisione debba essere il vero gendarme a tutela del mercato. Questo è confermato dal fatto che le società di revisione sono inserite in un Albo e sono controllate e sanzionate da Autorità che in genere tutelano il mercato (Consob, Sec, COB).

Accanto alla riforma della legislazione societaria che ormai sembra essere alle ultime battute, c'è una Commissione sulla trasparenza – credo nominata dal ministero del Tesoro – che sta esaminando questo problema a seguito della Raccomandazione della Unione Europea.

Osservando i casi possibili di conflitto di interessi dei revisori (parentela etc.), la Raccomandazione pone l'accento sulla eventualità che la società di revisione offra alla società di cui rivede il bilancio, dei servizi diversi da quelli della revisione. Questi servizi possono essere dati direttamente o indirettamente da società collegate e di solito si tratta di servizi di carattere legale, fiscale, valutario, scelta del personale, etc.

I ricavi di questi servizi non devono essere superiori ai ricavi della società per quanto riguarda l'attività di revisione.

Desidero concludere dicendo che per quanto riguarda l'aspetto italiano diverso da quello straniero, in particolare gli Stati Uniti, il paese ad economia certamente più importante, è vero che dobbiamo tenerne conto, ma dobbiamo anche essere lungimiranti e pensare a quello che può succedere. Questa economia su scala mondiale non solo ha eliminato le barriere, come è avvenuto ad esempio nel campo della finanza e della comunicazione, ma, a seguito di ciò, s'è stabilita una circolazione di modelli giuridici sempre più intensa e noi adottiamo ora quelli che appartengono alle aree più forti, più avanzate. Noi dobbiamo pensare che l'adozione di questi modelli sarà sempre più rapida e intensa e dobbiamo fare i conti persino con i modelli processuali: cioè noi possiamo essere giudicati negli Stati Uniti d'America e questo sarà sempre più frequente. Abbiamo già in corso delle cause. Basta infatti che un risparmiatore americano compri attraverso un broker un'azione della Edison piuttosto che un'azione dell'Eni; poiché l'ha comprata a New York c'è un criterio di collegamento più o meno labile che lo autorizza a promuovere la causa a New York ed affermare che gli amministratori, i revisori, i sindaci non hanno rispettato le regole di contabilità che sono regole internazionali. Dopodiché gli avvocati potranno inviare, via internet, i moduli a tutti coloro che possono essere interessati, i quali potranno aderire senza spese a quella che si chiama «azione di categoria» (*class action*) e dopo, iniziare l'azione civile. Ma un'azione civile iniziata a New York o a Los Angeles contro i nostri amministratori, segue il modello americano che esige all'inizio la cosiddetta *discovery*: l'attore cioè viene a vedere tutti i conti della società italiana, fa tutte le domande che vuole, perché il principio è quello di accertare la verità, non di decidere se-

condo quanto è stato detto, provato, esibito. Ma il giorno in cui si stabilisse che sono state infrante le regole e quindi v'è una responsabilità, i danni riconosciuti non sarebbero solo quelli effettivamente subiti, ma anche quelli sanzionatori (i cd. *punitive damages*).

Tenendo presente questa situazione, purtroppo quando si dice al Giudice americano che gli accertamenti sulla società italiana si devono fare in Italia, in quanto è più economico e proponiamo l'eccezione che gli americani chiamano (storpiando un po' nella pronuncia il latino) *Forum non conveniens*, gli Americani ci rispondono che è più conveniente invece fare il processo in America, in quanto la loro giustizia funziona molto meglio della nostra che è lentissima e per la quale abbiamo le condanne da Strasburgo e della quale politici e giuristi, lamentano l'inefficienza.

Teniamo sempre presente che questo è lo sbocco, questa è la vera realtà internazionale, perché ormai nel campo della finanza e dell'economia la scala è mondiale.

#### **SANDRO SALVATI**

*Presidente e Amministratore Delegato Alleanza Assicurazioni S.p.A.*

Molte cose fin qui dette mi hanno fatto ripensare alla domanda che già il Presidente Spaventa si poneva nella relazione Consob l'anno scorso. Sono le norme che creano i comportamenti o sono i comportamenti che fanno le norme?

Permettetemi una specie di *flash-back*. Se ci trovassimo nel giugno del 2000 o del 2001, non avremmo nessun dubbio: il modello americano di *governance* e di controlli è quello che si impone. Allora, moltissimi avrebbero detto (e dicevano!): strutturiamo Consigli di amministrazione su quel modello, facciamo sì che in Italia ci sia una SEC all'italiana e avremo risolto tutti i problemi. Oggi, forse siamo più convinti che il «pensiero unico», non aiuta mai a risolvere problemi, in nessun sistema socio-economico.

Ho sentito opinioni sul modello renano e sul modello americano.

Vorrei riflettere su un fatto: da qui a qualche tempo la convergenza dei principi contabili si imporrà, di conseguenza ipotizzare un modello di riferimento renano, americano o italiano senza tener conto di questa dinamica che impatterà fortemente non solo sulla contabilità, ma anche sulla *accountability* (e di conseguenza anche su come dovranno essere determinate regole e comportamenti) è andar contro l'evoluzione dei sistemi.

Ma torniamo alla domanda fondamentale: norme verso comportamenti o comportamenti verso norme?

L'indipendenza è sempre una cosa scivolosissima da afferrare, in tutti i campi e quindi penso che faremmo male a tentare di farne una categoria a sé. Non voglio dire che il discorso non debba portare a norme, a regolamenti e a quant'altro: ma ricorderei l'eterno avvertimento di Montesquieu «le norme inutili indeboliscono quelle necessarie».

Quindi stiamo molto attenti nel momento in cui andiamo a mettere una griglia di regolamenti più o meno dettagliati.

Statistiche attendibili mostrano che dopo i lavori del Codice Preda, i Consiglieri indipendenti, che prima non c'erano o comunque non venivano identificati così, sono in media otto su quattordici (per le aziende del Mib 30 e del Midex).

Ma, al di là di più importanti osservazioni specifiche, forse è utile tentare analisi di maggiore profondità.

A mio parere, il caso Enron non va considerato né un incidente di percorso né una patologia di sistema: forse è più utile riflettere se non sia il prodotto di una cultura. *Enron* per dirla in termini paradossali ha violato norme messe a salvaguardia di una Enron precedente ed è molto probabile che fra dieci anni ci si troverà a discutere della violazione di nuove norme da parte di una «Enron 2», o «Enron 3». Se non comprendiamo questo, rischiamo di non valutare esattamente quello che è successo e che ha messo in movimento quei meccanismi «perversi», legati a *stock options*, agli andamenti di borsa, ai conflitti di interesse.

In questo senso allarghiamo il discorso ad un'altra considerazione legata alla visione (per così dire) *short term* del business. Le *stock options* non sono andate solo ai CEO che si sono brutalmente arricchiti: per dieci anni sono andate a molta gente che poi ha riversato i suoi risparmi alla Borsa, alimentando così un sistema.

È ormai opinione concorde che in troppi casi il sistema ha portato ad utilizzare i dati aziendali più che come rappresentazione di una realtà economica, come strumento di comunicazione; per innalzare – sempre *short term* – il valore di un titolo.

E allora mi chiedo: i Consiglieri indipendenti quanto potrebbero fare se non cambia la «cultura» di sistema?

Vorrei solo ricordare che, anche in Italia, abbiamo tante aziende in cui tutti i principi della *governance* sembrerebbero «stravolti» ma che da decenni sono modelli di imprese di grande successo che lavorano in tutto il mondo, si confrontano con i sistemi industriali di tutto il mondo e sono rispettate e tenute in grande considerazione.

Quindi per concludere, credo che una delle cose fondamentali dei lavori per la riforma del diritto societario o dei lavori sulla governance, è quello di riportare all'attenzione del largo pubblico determinati criteri che, per così dire, portino a dare una specie di *rating* non scritto alle imprese che operano sul mercato. Questo mi fa tornare al discorso sulla reputazione. Nel sistema americano, sappiamo che non c'è stato solo il caso Enron, ce ne sono stati tanti altri in cui anche dopo il fallimento della singola impresa i CEO, hanno continuato a prendere milioni di dollari di *stock options*.

E, nonostante scandali precedenti, molti manager hanno continuato a operare all'interno del sistema di business.

Se questo è quanto, lasciatemi essere pessimista: non ci saranno mai griglie e regole sufficienti!

La verità è che il «principio di reputazione» deve tornare a imporsi, a far parte della cultura di mercato.

Dovrebbe essere ritenuto un elemento discriminante tale da far sì che Borsa e comunità finanziaria diano un «premio al buon management». Altrimenti fra dieci anni ci troveremo a parlare di qualche Enron n. 2 o 3.

Insomma, per me, le norme nascono dai comportamenti e dalle culture e non viceversa, e una cultura economico-finanziaria giusta si preoccupa che la validità di un'impresa sia analizzata nella sua capacità di creare valore non solo *short-term*.

Occorre che ci convinciamo che un sistema economico e socio-economico tutto orientato allo *short-term*, tutto orientato a creare valore nell'arco di un esercizio, magari più attraverso la leva della comunicazione che attraverso una azione imprenditoriale continua, forte e orientata ai fondamentali, è quello che ha portato alle patologie di cui stiamo discutendo.

Dobbiamo stare quindi molto attenti quando parliamo degli amministratori indipendenti, dei sindaci, perché si rischia che nessuno sia indipendente quando quel che conta è far salire il titolo di dieci punti al mese.

A tutto quello che stiamo analizzando, aggiungerei che manca una parte importante. Per spiegarmi, cito un esempio.

In un articolo del Financial Times, alcuni giorni fa, leggevo che la colpa di quello che è successo in Enron è delle imprese, degli amministratori indipendenti, dei CEO e anche degli investitori i quali hanno voluto a tutti i costi una crescita fantastica.

Peccato che il Financial Times dimentichi di aprire una finestra sul ruolo giocato dai media e dalla comunicazione nel determinare certi comportamenti.

Questo potrebbe essere un utile spunto per un altro panel da organizzare.

**FRANCO A. GRASSINI**

*Pubblicista*

Discutendo di amministratori, sindaci, revisori indipendenti è stato sottolineato come in Italia il problema si ponga in termini diversi da quelli prevalenti nei Paesi anglosassoni per la diffusione, anche nelle società quotate in Borsa, di concentrazioni azionarie nelle mani di famiglie o gruppi familiari. Prescindendo dall'osservazione che anche negli Stati Uniti è emerso, dopo la controversa fusione tra Hewlet-Packard Compact e la ripresa di potere da parte di Henry Ford nell'omonima azienda, che oltre un terzo delle società quotate sono di fatto a controllo familiare, da noi esiste, a mio sommo avviso, un altro problema che deve esser tenuto presente nell'affrontare il nostro tema: quello dei gruppi piramidali.

Si tratta, purtroppo, di un fenomeno patologico per due ordini di considerazioni. In primo luogo, anche nell'ipotesi ottimistica che le famiglie garantiscano stabilità nel governo delle imprese e quindi consentano di impostare strategie più a lungo termine di quelle che i mercati finanziari in questi ultimi tempi sono disposti a consentire, il gruppo piramidale consente il controllo con quote che, se impiegate direttamente e non attraverso la catena delle scatole cinesi, sarebbero decisamente minoritarie. In qualche ben noto caso scandalosamente tali. Si verifica così anche da noi quella separazione tra proprietà e controllo che rappresenta la delizia e la croce del capitalismo moderno e che rappresenta la vera ragione per cui chi gestisce dovrebbe essere in qualche misura controllato o forse meglio condizionato nel suo agire, da soggetti indipendenti.

In secondo luogo, tale separatezza è all'origine di conflitti di interesse che in qualche misura sono, da un punto di vista puramente teorico, ben più gravi di quelli che esistono tra un management professionale non deviato da *stock-options* mal congegnate e gli azionisti. Salvo, infatti, casi patologici, il management ha acquisito il controllo dell'impresa in forza di capacità e scelte professionali che sono fondate sull'identificazione tra interessi personali ed interessi societari, anche se forse, come mostra un'ampia letteratura, con una più spiccata propensione alla crescita che non alla massimizzazione del profitto. Se, per altro, ri-

teniamo con Cyert e March, che nella realtà tutti i soggetti reali, anche gli investitori, più che alla massimizzazione sono interessati alla soddisfazione e che sussiste un decente livello di concorrenza, il divario tra gestori e proprietari non è insanabile. Nel caso, invece, il controllo sia stato acquisito, come avviene nei gruppi piramidali, « *jure proprietatis*» nonostante l'assenza di una proprietà consistente nelle imprese al di sotto della prima «scatola cinese», sorge legittimo il dubbio che le finalità dell'acquisizione del controllo siano, nella migliore delle ipotesi, di puro potere. Molto più realisticamente si può, invece, pensare che tali acquisizioni di controllo siano strumentali ad altri disegni che non tengono nel dovuto conto gli interessi di quelli che di fatto sono la maggioranza degli azionisti.

Data la diffusione dei gruppi piramidali nel nostro Paese, la prospettiva positiva, sottolineata dall'Onorevole La Malfa, va forse riconsiderata.

Per far fronte alla ricordata patologia – ed è per questo che i due problemi sono strettamente interconnessi tra loro – il Professor Preda ha recentemente proposto che nei Consigli di amministrazione delle controllate dei gruppi piramidali la metà sia formata da soggetti indipendenti. Personalmente ho molte perplessità sul fatto che una formula del genere sia sufficiente ad evitare che i conflitti di interesse, radicati nei gruppi piramidali, dispieghino i loro effetti negativi e sarei propenso ad invocare misure molto più radicali, quali la limitazione dei diritti di voto in corrispondenza alla proprietà integrata.

Tali perplessità sono rafforzate dai dubbi sulla possibilità che la nomina nei Consigli di amministrazione di personaggi indipendenti possa avere luogo, come mi pare comprendere implicitamente suggerisca il Professor Cattaneo, con la semplice designazione e votazione da parete delle minoranze. Norme al riguardo, non importa se introdotte volontariamente o per via legislativa, sono abbastanza facilmente eludibili. Senza bisogno di rifarci ai casi, non infrequenti in politica, di maggioranze ben organizzate che finiscono per rappresentare oltre a se stesse anche le minoranze, sono ben vivi nella memoria di tutti i casi delle privatizzazioni di Comit e Credit, in cui gli statuti ponevano vincoli atti a farne delle società ad azionariato diffuso.

C'è, inoltre, da dire che le recenti esperienze nordamericane in tema di controlli sull'operato dei dirigenti operativi ed in particolare dei CEO, da parte dei componenti indipendenti dei consigli di amministrazione e dei comitati *ad hoc* da questi costituiti, inducono a ritenere che, come ha sottolineato l'Avvocato Grande

Stevens, il ruolo principale debba esser svolto dalle società di revisione. Proprio per questo e per evitare che i rapporti tra revisore e revisionato divenissero incestuosi, molto prima che scoppiasse il caso Enron, all'AREL avevamo preparato un disegno di legge che prevedeva che la scelta della società di revisione fosse effettuata per sorteggio tra quelle di un albo controllato dalla Consob. Tale progetto, presentato al Senato dal Senatore Elia, fu così osteggiato dai gruppi di interesse che non venne nemmeno discusso in Commissione. Il problema sollevato, tuttavia, rimane, sia per quel che concerne le società di revisione, sia per quanto riguarda i consiglieri ed i sindaci. Troppo spesso gli amministratori indipendenti ed i sindaci, pur non avendo interessi di tipo economico nei riguardi di chi gestisce, hanno con il medesimo rapporto di amicizia o di consuetudine che rendono difficoltoso assumere posizioni di contrasto, salvo si tratti di casi macroscopici. Un notevole progresso, da questo punto di vista, mi sembra sia stato compiuto quando si è cominciato a riconoscere che, chi ha lavorato in un'impresa difficilmente riuscirà a guardarla con vera indipendenza di giudizio come ci si attende da soggetti che siano effettivamente terzi rispetto al management.

Se l'indipendenza non può esser garantita dall'affidare alle minoranze la designazione e se è forse utopistico pensare che Consob o altro organismo pubblico possa tenere e controllare albi sia di società di revisione, sia di amministratori e sindaci indipendenti, ai quali affidare la scelta al sorteggio (e non dimentichiamo che tale sistema in passato è stato utilizzato, oltre che come ben noto in Atene, nella Repubblica di Genova e negli USA per il governo pubblico), non rimane, almeno per il momento e sino a quando non maturino soluzioni o situazioni diverse da quelle attuali, che affidarsi all'etica delle persone. Sia quelle che scelgono di fatto gli indipendenti, sia questi ultimi. La moralità dei singoli, ovviamente, non può essere imposta dall'esterno ed è difficile conoscere a priori se nel concreto i comportamenti saranno conformi alle aspettative. Tuttavia qualcosa si può fare sul piano della cultura che è l'ambito entro il quale l'etica si sviluppa. Se le mie informazioni sono esatte, Assogestioni e Borsa spa stanno pensando ad un'istituzione che si dedichi a studiare e diffondere i problemi dell'indipendenza nella *corporate governance*. In altri termini si vorrebbe cercare di dar vita ad un costume dell'indipendenza. Non è certo la soluzione ai gravi problemi che stiamo tentando di dibattere, ma in un ambito così nuovo per la nostra cultura come quello dell'indipendenza, ogni passo avanti diventa un significativo contributo.

**ALBERTO FALCK**  
*Presidente FALCK S.p.A.*

Sono Presidente dell'AIDAF che si occupa di aziende familiari di cui ne ha associate centocinquanta.

Desidero ricordare a tutti che abbiamo avuto Calvi, che ha fatto come Enron prima di tutti. Ma Calvi ci ha vaccinato: la Consob viene creata dopo Calvi.

Io credo che il nostro sistema sia più sano rispetto a quello americano, in quanto siamo pochi e sotto gli occhi di tutti; le aziende quotate in Borsa sono veramente poche rispetto alle società per azioni o società di capitali esistenti in Italia. Per questo raccomando ai Parlamentari presenti, coinvolti nella riforma del diritto societario, di occuparsi di altre società che sono in un numero sterminato: più del doppio rispetto a quelle tedesche che invece hanno il 40% in più di abitanti rispetto a noi. Il numero delle nuove aziende cresce vertiginosamente: una riforma del diritto societario può creare nuove preoccupazioni in quanto potrebbe costituire, se non fatta bene, un freno anziché uno stimolo.

Per quanto riguarda le società quotate in Borsa, esse sono pochissime, siamo all'opposto della media europea: abbiamo tantissime aziende non quotate rispetto alla media europea e abbiamo un numero ristrettissimo di aziende quotate. Questo a causa di una certa diffidenza nei confronti della Borsa da parte delle aziende familiari, che sono la maggioranza delle aziende esistenti in Italia. Questa diffidenza va curata con il tempo, con una *promotion*, come sta facendo la Borsa anche se non molto incisivamente, trovando soluzioni adatte all'imprenditore che vuole avvicinarsi alla Borsa. Come AIDAF abbiamo preso qualche iniziativa in questo senso, ma dobbiamo fare molto di più.

Per quanto riguarda il controllo, esso può essere di merito o metodologico.

Il controllo effettuato dagli amministratori indipendenti riuniti in Comitato di controllo è un controllo metodologico, perché il controllo di merito si fa in Consiglio di amministrazione, dove avvengono le scelte strategiche. Il Comitato accerta se l'azienda è ben controllata dal punto di vista contabile, amministrativo, etc. Il controllo metodologico potrebbe essere effettuato anche dal Collegio sindacale che ha «cambiato faccia» dopo la nuova normativa e già adesso interviene molto più attivamente durante le riunioni del Consiglio di amministrazione rispetto a quando si riservava solo la facoltà di vedere i conti.

Penso sia importante il controllo effettuato dalle società di revisione soprattutto perché si è creato uno spazio libero lasciato dal Collegio sindacale. Ma la società di revisione arriva ad un certo punto, emette dei *report* in cui scrive quello che ha visto (quello che non ha visto non lo può scrivere). Ultimamente non è stata data certificazione a qualche società e questo mi sembra un segnale importante a proposito della sua indipendenza.

Un altro punto importante è quello che riguarda il Consiglio di Amministrazione con l'eventuale voto di lista (proposta già presentata ma poi abbandonata). Il rischio di un conflitto è molto forte in un Consiglio di Amministrazione nel caso in cui ci siano schieramenti preordinati fra gli azionisti. C'è insomma il rischio di portare nel Consiglio di Amministrazione ciò che avviene normalmente quando ci sono conflitti familiari nelle aziende familiari che sfociano poi nella paralisi aziendale.

Il Codice Civile italiano, tutto sommato, protegge l'azienda anche se si sta andando sempre più verso l'adozione di elementi di *common law*. Salvaguardare la continuità aziendale è importante e quindi occorrerebbe vedere la riforma del diritto societario anche in quest'ottica; non basta la protezione delle minoranze, ma bisogna ricordare che se le aziende vanno in conflitto all'interno, rischiano di finire male.

A proposito poi di *stock options*, vanno usate in forma contenuta. Per entrare ad esempio nel segmento «Star» della Borsa italiana, oggi è obbligatorio avere un piano di *stock options*. Tale piano normalmente prevede una quota di *stock options* importanti ma non fondamentali per la sopravvivenza del *manager*. Diverso il sistema americano dove può esserci una *stock option* di tale importanza da fuorviare il comportamento del *manager*.

Grazie.

#### **MATTEO MATTEI GENTILI**

*Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari, Università di Pavia.*

*Presidente Banca Euromobiliare*

#### ***La trasparenza informativa ed i sistemi di controllo***

La trasparenza informativa ed in particolare l'attendibilità dei dati di bilancio delle imprese quotate costituiscono una condizione concordemente ritenuta di primaria importanza per il funzionamento dei mercati finanziari. Tuttavia, questo generale consenso sui principi non ha ancora portato ad indivi-

duare soluzioni applicative adeguate. I casi clamorosi di dissesti e di falsificazioni, che hanno movimentato le cronache recenti, ripropongono all'attenzione generale questo problema e reclamano nuovi sforzi per rendere più efficace la tutela dei mercati dalle asimmetrie informative. La gravità della situazione è testimoniata non solo dagli eventi eccezionali, a tutti noti, ma anche dalla diffusione di un sentimento di scetticismo circa l'attendibilità di risultanze di bilancio comunicate da società quotate che pur si dichiarano rispettose di norme e codici di autoregolamentazione. Ne consegue che neppure l'attività di amministratori indipendenti, sindaci, comitati *auditing*, revisori ecc. è ritenuta sufficiente garanzia di piena attendibilità dei dati contabili. È diffusa l'opinione di una certa opacità delle risultanze di bilancio non solo delle imprese di piccole dimensioni, ma anche delle società quotate e quindi soggette a tutta la normativa più rigorosa in materia di comunicazione al mercato. Taluni episodi inducono a ritenere che tale situazione venga in qualche misura data per scontata dalla pubblica opinione, quasi fosse manifestazione di una patologia da ritenersi ordinaria.

Tutto questo segnala la scarsa efficacia del sistema dei controlli, perfino quando le verifiche sono poste in essere da società di revisione che pure possiedono le risorse e le competenze per realizzare un vaglio incisivo sui conti. È quindi necessario interrogarci circa le ragioni per cui anche i meccanismi di controllo più articolati manifestano palesi limiti di efficacia.

Poiché il fenomeno interessa in misura non troppo dissimile tutti i paesi, è evidente che le sue radici non possono essere individuate in lacune di carattere regolamentare o in carenze di competenze e di prassi operative.

Trattandosi di un problema di efficacia di sistemi operativi, l'analisi deve necessariamente vertere sulla correttezza, sotto il profilo squisitamente organizzativo, del complesso dei meccanismi di controllo.

Se procediamo secondo questa logica appare evidente come risulti scarsamente rilevante la diversa articolazione dei sistemi. La presenza di amministratori indipendenti o di comitati di controllo o di sorveglianza che affianchino sindaci e società di revisione non rappresenta una soluzione soddisfacente, anche se può risultare utile a contenere le dimensioni del problema.

L'elemento che rende strutturalmente debole l'efficacia dei controlli risiede nella circostanza per cui tutti i protagonisti del

sistema vengono indicati dal *dominus* della società, quindi da colui il cui operato è oggetto del controllo. Siamo quindi nella classica situazione in cui il controllato «nomina» i controllori. Poiché si tratta di un ruolo comunque ambito, è fisiologico che il comportamento del *dominus* venga valutato con qualche benevolenza da parte di chi sente in qualche misura un debito di riconoscenza per essere stato prescelto.

Tutto questo rimanendo nell'ambito della piena ortodossia, poiché è del tutto evidente come, in assenza di buona fede delle parti in causa, il sistema possa facilmente degradare, consentendo situazioni di collusione fino al limite della complicità.

Esiste quindi un vizio strutturale che non dipende dal fatto che il *dominus* sia un socio di riferimento, un gruppo familiare o il management. Anche talune complesse soluzioni organizzative che mirano ad enucleare i meccanismi di controllo dalla linea gerarchica possono attenuare solo parzialmente le dimensioni del problema. La soluzione ortodossa sotto il profilo organizzativo è quella di demandare il potere di nomina ad un ente terzo rispetto al *dominus* della società. Solo per questa via si creano i presupposti logici perché funzioni efficacemente il meccanismo del *contre rôle*.

Purtroppo, mentre la diagnosi organizzativa è facile, appare assai complicato costruire una soluzione accettabile a livello di regolamentazione. È difficile immaginare come attribuire almeno in parte, la facoltà di nomina degli organi di controllo ad altri rispetto al *dominus* della società. Certamente se si desidera affrontare il problema alle radici, almeno per le società quotate, bisogna incominciare a redistribuire tale potere coinvolgendo gli organi pubblici di controllo e/o la Borsa, i soci di minoranza, gli investitori istituzionali.

In assenza di interventi di questo tipo le garanzie di trasparenza informativa al mercato possono essere rafforzate solo in misura molto parziale.

**GIUSEPPE PIROLA** (2° intervento)

Aggiungo poche brevi riflessioni.

Il vero controllo è quello interno; se non c'è, non può esistere controllo esterno che regga: né Collegio sindacale, né società di revisione. Il problema vero è fare in modo che il controllo interno non dipenda dal Consigliere delegato; la struttura di controllo

interno deve rispondere a dei membri del Consiglio di amministrazione, al Presidente, ma non al Consigliere delegato.

- Il conflitto di interessi. Come già detto, bisogna definire le responsabilità dei vari organi perché altrimenti quando c'è il momento di crisi si rischia la collusione fra i vari attori.

- Le stock options. Il nostro Codice le conosceva dal 1942 e forse da prima, è la moda del loro attuale utilizzo che ha portato agli eccessi e sono questi eccessi da eliminare.

- Le norme fiscali. Possono aiutare a fare chiarezza, ma se diventano l'unico riferimento «uccidono» come capita da noi: la norma del codice civile il cui compito è la tutela dell'interesse generale e non l'interesse di uno *stakeholder*, anche se questo è lo Stato.

#### **ANTONIO TAVERNA**

Devo dire che l'idea che ci spinse a proporre il tema della *Corporate Governance* come fattore fondamentale della competitività di un'impresa e di un «sistema paese» era legata proprio alla valorizzazione del controllo interno. Noi intendevamo valorizzare due funzioni aziendali che riteniamo fondamentali per assicurare una buona gestione e produrre un'attendibile informativa del mercato: quella dell'*internal auditing* che osserva che i controlli esistano ed operino e quella di direttore amministrativo finanziario che controlla che le informazioni fornite con il bilancio siano corrette. La riforma Draghi ha poi focalizzato, necessariamente, l'attenzione del dibattito alle norme del codice; normativa che ha dato per la prima volta grande rilievo al controllo interno. È auspicabile che un analogo rilievo sia dato al ruolo del direttore amministrativo, fatto già accolto, per le banche, dalla normativa di Banca d'Italia.

In tema di controllo interno e di modelli di *governance*, mi sentirei di spendere qualche parola in favore al mantenimento del collegio sindacale, nella connotazione che esce dalla riforma Draghi e con lo spirito indicato dal codice di autodisciplina della Borsa. Ancora una volta devo dire che l'impostazione data da Banca d'Italia per le banche, può rappresentare il modello di riferimento: magari riducendo il numero degli amministratori e ponendo un limite al numero delle cariche che essi possono assumere.

Prego Massimo Cremona di esporci la sua opinione.

**MASSIMO CREMONA**

*Consigliere Commercial Union*

### **Il contesto ambientale; la struttura proprietaria e i modelli d'impresa.**

Un'analisi relativa al ruolo dei controlli indipendenti non può prescindere dal contesto socio-economico in cui il governo aziendale dovrà trovare applicazione. È quindi prioritario analizzare la struttura proprietaria e i modelli di capitalismo a livello locale ed internazionale al fine di meglio comprendere il governo societario correlato e, successivamente, proporre eventualmente uno nuovo.

Il progetto di legge relativo alla riforma del diritto societario propone come alternativa all'attuale e consolidato sistema di governo societario e ai relativi organi di controllo, modelli ispirati alla realtà anglosassone (*Supervisory board*) ed a quella tedesca (*Comitato di sorveglianza*).

Si tratta di modelli che trovano applicazione e giustificazione in realtà socio-economiche assai diverse fra loro.

Storicamente il mercato statunitense o anglosassone è stato caratterizzato dalla presenza di *public companies* di qualsiasi livello dimensionale, con ben definiti ruoli, a volte in contrapposizione, per azionisti e manager.

Negli ultimi anni tale suddivisione di ruoli si è andata affievolendo per effetto dell'attribuzione ai manager di rilevanti *stock-option*, fatto che ha condotto questi ultimi ad agire come azionisti, prevalentemente in ottica a breve. È infatti vero che le decisioni di un fondo pensione americano sono scelte di lungo periodo, basate sui fondamentali dell'impresa, mentre spesso quelle prese dai managers, quali possessori di *stock-option*, sono spesso influenzate da condizioni di mercato di breve periodo.

Ulteriore elemento di novità nel panorama statunitense, caratterizzato come detto dalla forte presenza di *public companies*, in cui le divergenze di interessi e di visione di business tra manager e azionisti hanno convissuto per diversi decenni, è rappresentato dalla recente ricchezza generata dai singoli imprenditori, grazie ai fenomeni della *new economy*.

In un lasso di tempo relativamente breve, alcuni soggetti si sono trovati proprietari di rilevanti porzioni di capitale di significative *corporations*, mettendo quindi in discussione il consolidato concetto di *public company* e la connessa polverizzazione dell'azionariato.

In tale contesto, con azionariato diffuso e manager che assumono il governo assoluto delle società, con facoltà, a volte, di auto-perpetuarsi, appare giustificabile e comprensibile il modello basato sulle funzioni di controllo, non solo contabile, attribuite al *Supervisory board*.

Nel caso, invece, del Comitato di sorveglianza di matrice tedesca occorre ricordare che, prima delle recenti riforme anche fiscali, volte proprio a separare alleanze spesso fin troppo vincolanti, lo sviluppo delle grandi società renane è stato condizionato dalla presenza del cosiddetto concetto di «collaborazione» ovvero di incroci azionari in cui punti di incontro privilegiati erano e sono le grandi banche e le principali compagnie di assicurazione, sempre nazionali.

Tale sistema economico basato sulla reciproca tutela e assistenza e, a sua volta, rapportato agli altri significativi *stakeholders* (ad esempio i sindacati) mediante accordi collaborativi, ha permesso nel dopoguerra una crescita solida e protetta. Anche in questo caso, il modello basato sul Comitato di sorveglianza ha bene espresso la volontà di *corporate governance* concentrata su struttura di protezione e collaborazione nonché di «ammorbidimento» di eventuali tensioni tra azionisti, management e *stakeholders*.

È evidente che il contesto aziendale italiano non è assolutamente paragonabile né al modello anglosassone, né a quello renano. La presenza di grandi famiglie a capo delle maggiori imprese nazionali è tuttora significativa, ma quel che più conta, ai nostri fini, è che, in tali imprese, sussiste, spesso, una coincidenza totale tra il ruolo di azionista e quello di manager.

Spesso riscontriamo nei Consigli di amministrazione la presenza di consiglieri, anche muniti di delega, che sono membri di spicco delle famiglie azioniste e ciò con valenza positiva nel caso in cui essi siano capaci e determinati, ma con risultati deprimenti allorché i rappresentanti delle famiglie siano eletti alle cariche gestionali non per competenza, ma semplicemente grazie ai voti espressi da loro stessi.

Nel contesto italiano, con le sue peculiarità positive e negative, proporre come schemi alternativi sistemi di governo mutuati da realtà economiche diverse, comporta un elevato rischio di rigetto se non addirittura di disgregazione. Non si riesce ad immaginare come una grande famiglia italiana, adeguandosi al modello renano, possa rinunciare alle sue legittime prerogative di azionista, attribuendo altresì funzioni e ruoli ad un Comitato di sorveglianza indipendente rispetto agli organi esecutivi che probabilmente sono espressione delle grandi famiglie stesse.

Analoghe considerazioni valgono per il *Supervisory board* ovvero il modello anglosassone tipico di un azionariato polverizzato in cui, realmente, le visioni di business tra azionisti e management sono spesso divergenti.

In breve, adottare, senza adattare, un modello straniero di *governance* esprime una realtà economica consolidata, caratterizzata da precisi elementi distintivi, comporta rischi non giustificati; la volontà di adeguarsi alle norme provenienti dalla EU, a mio parere, può essere in questo caso veramente foriera di negatività nel caso in cui le decisioni non siano adeguatamente ponderate e politicamente guidate.

### **Gli organi di controllo**

Gli organi di controllo sulla cui attività e regolamentazione ci viene chiesta un'opinione, sono fondamentalmente riconducibili a:

- società di revisione
- supervisory board e/o comitato di sorveglianza
- amministratori indipendenti
- collegio sindacale

La società di revisione costituisce, a mio parere, elemento essenziale e fondamentale nelle operazioni di controllo indipendente, in qualsiasi modello di *corporate governance* si voglia adottare in futuro. Grazie alle strutture, alle dimensioni, alle competenze, il livello di controllo indipendente da parte delle società di revisione è elevato ed affidabile e per questo costituisce il punto di riferimento per chi ne dovrà usufruire. È difficile immaginare che altri organi di controllo possano sostituirsi alla società di revisione. La coesistenza di più funzioni di controllo deve essere garantita, ma, certamente, una eventuale alternatività tra i vari organi non può condurre all'esclusione della società di revisione.

Si discute in questi giorni dell'introduzione di nuove regole volte a rendere maggiormente indipendente le società di revisione. Credo che l'indipendenza non possa essere assicurata da regole astratte, ma debba essere costruita in primo luogo sulla fiducia e sulla credibilità. È ben chiaro oggi a chi gestisce una società di revisione quale sia il rischio connesso a violazioni sostanziali delle norme relative all'indipendenza, anche se non codificate.

Gli effetti devastanti del caso Enron sulla società di revisione coinvolta sono acclarati poiché, in buona sostanza, senza regole scritte, il mercato ha espulso dal mondo degli affari chi non ha rispettato il mandato fiduciario attribuitogli dagli *shareholders* e dagli *stakeholders*. In estrema sintesi, è a tutti chiaro ormai quali siano i rischi per la società di revisione nel non essere indipendente: la sanzione più severa è la perdita di credibilità e di fiducia con conseguente assottigliamento di quote di mercato, fino ad arrivare alla non sopravvivenza. Questa è la vera sanzione che il mercato ha imposto, senza necessità di regole scritte per il caso Enron.

Sul ruolo del *Supervisory board* e del Comitato di sorveglianza nel contesto economico italiano, mi sono già espresso trattando della situazione imprenditoriale nel nostro Paese.

Per quanto concerne, invece, gli amministratori ed i sindaci, non si coglie, a mio parere, una necessità di modifica dell'attuale governo societario che, per il tramite del Codice Preda, è tuttora in corso di assimilazione da parte delle grandi società italiane.

Anche in questo caso si potrebbe discutere sul concetto reale di amministratori o sindaci indipendenti in quanto entrambi gli organi pur attribuendo talune specifiche competenze ai soci di minoranza, sono eletti dagli azionisti e agli stessi rispondono.

Ritengo che l'attuale situazione, in cui azionisti di minoranza possono nominare amministratori e sindaci indipendenti, sia ottimale; nel caso in cui non sussista una minoranza e gli interessi da tutelare siano quelli degli *stakeholders*, a questi ultimi dovrebbe essere riservata la possibilità di nominare personaggi indipendenti rispetto agli amministratori ed ai sindaci nominati dalla maggioranza.

#### **MAURIZIO FARONI**

*Amministratore Delegato Banca Aletti & C. S.p.A.*

Nell'ultimo anno le regole di *corporate governance* sono finite nell'occhio del ciclone a seguito dei pesanti scandali che hanno coinvolto alcune fra le più importanti società americane ed europee. L'improvviso fallimento di aziende leader che presentavano – fino a pochi mesi prima – bilanci positivi certificati da primarie società di revisione, ha provocato una giusta reazione dell'opinione pubblica e degli investitori, sfociata in una massiccia fuga dai mercati borsistici internazionali.

L'amministrazione americana ha però risposto con una serie di interventi (legge «anti-truffa» Sarbanes-Oxley e deciso incremento del budget di spesa della Securities Exchange Commission) finalizzati a ricostruire, in tempi rapidi, la fiducia degli investitori:

- revisione delle regole che sovrintendono composizione, ruoli e responsabilità degli organi amministrativi e di controllo delle società;
- messa al bando dei prestiti aziendali ai dirigenti;
- pesante inasprimento delle sanzioni penali relative ai reati finanziari;
- istituzione di un severo *board* di controllo delle società di revisione, con nuovi limiti per le attività di consulenza;
- obbligo per i *chief executive officer* ed i *chief financial officer* delle aziende quotate sui principali mercati azionari americani di presentare una dichiarazione giurata sulla veridicità dei bilanci (richiesta anticipata, in attesa dell'entrata in vigore del nuovo provvedimento, dalla Securities and Exchange Commission per i dirigenti delle società con fatturato superiore a 1,2 miliardi di dollari).

Il dibattito si è quindi trasferito in Europa suscitando opinioni contrastanti sugli interventi da apportare, nei singoli paesi, al modello di *corporate governance* ed alle regole di controllo delle società e dei mercati. Tale dibattito risente in modo evidente degli eventi recenti ed assume, troppo spesso, toni condizionati dall'attuale congiuntura negativa. Dai facili entusiasmi e dal lassismo dei controlli dello scorso biennio si rischia di passare ad un modello rigido che, per certi versi, può alimentare la stessa decelerazione dell'economia mondiale.

Se portata all'eccesso, l'invocazione di nuove e più stringenti regole e di pesanti sanzioni rischia di mettere in discussione alcuni principi cardine dell'economia di mercato, imperniata su un modello, quello anglosassone, caratterizzato in larga misura da logiche di autoregolamentazione e dalla reputazione di cui godono le aziende ed i rispettivi amministratori.

Per una valutazione obiettiva di tale modello, che ha garantito negli ultimi decenni un eccezionale sviluppo economico caratterizzato da un costante processo di innovazione, mi pare essenziale tenere conto di alcune importanti considerazioni:

- le motivazioni alla base dei recenti scandali non possono essere circoscritte alla debolezza delle regole di governo delle società e dei mercati; fondamentale si è altresì rivelata la scarsa

affidabilità dei principi contabili generali le cui lacune e la cui eccessiva flessibilità hanno consentito ad alcuni dirigenti aziendali di nascondere il reale stato di salute economico-finanziaria delle rispettive società; tale considerazione è ulteriormente avvalorata dalla constatazione che alcune delle pratiche «scorrette» attuate dalle società fallite risultavano, sulla carta, non illegali o comunque non in contrasto con gli standard contabili;

- i piani di *stock option* hanno evidenziato effetti perversi, non perché inappropriati a saldare gli interessi del management con quelli degli azionisti, ma perché applicati con modalità ed in un quadro normativo non pienamente trasparenti;

- gli scandali non hanno assunto una connotazione sistemica, come si evince dal numero limitato delle società coinvolte; la gravità della crisi di alcune aziende è stata inoltre accentuata dalla decisione del management di operare un progressivo allontanamento dalle attività industriali di produzione e commercializzazione privilegiando le attività finanziarie e di *trading*;

- la reazione dell'opinione pubblica di fronte agli scandali che hanno colpito importanti aziende è stata necessaria, ma indubbiamente accentuata dal difficile momento del ciclo economico e dal forte contrasto fra i comportamenti criminosi dei manager e la forte richiesta di un ritorno, dopo il dramma dell'undici settembre, ai valori etici;

- l'economia è al termine di un importante ciclo innovativo classicamente dominato dall'irrazionalità e dall'eccesso e lo scoppio della bolla speculativa ha prodotto una drastica selezione delle aziende innovative, ma ha conservato il valore sociale ed economico delle iniziative vincenti.

Alla luce di tali considerazioni non credo sia corretto parlare di crisi del capitalismo e di fine del modello americano. Gli interventi correttivi dell'amministrazione americana sono finalizzati a migliorare il funzionamento dell'economia di mercato traendo insegnamento dagli errori compiuti in passato. L'orientamento ed il modello di business rimangono sostanzialmente confermati, ma su basi più solide.

Certamente è importante individuare e punire con estrema decisione i comportamenti criminosi rafforzando le regole, i controlli e le sanzioni. Per restituire piena fiducia ai mercati è però necessario che la *business community* abbia la forza di riformarsi puntando sulla massima trasparenza e su una cultura delle responsabilità fondata - *in primis* - sull'autoregolamentazione e sull'autocontrollo. Ogni regola, per essere veramente efficace, per

ridurre l'incertezza, per generare comportamenti virtuosi e per incidere nel tempo – al di là degli obiettivi contingenti – ha infatti bisogno di consenso e convinzione da parte delle organizzazioni e delle persone che la devono applicare.

La sfida è quella di contemperare l'esigenza di migliorare le regole di *corporate governance* e di controllo dei mercati – aumentando le garanzie per gli *shareholder* – con la necessità di non paralizzare le imprese rallentando la crescita e soffocando lo sviluppo di nuove opportunità di *business*. L'Europa rischierà di perdere terreno se non continuerà a muoversi nella direzione di un'economia orientata al mercato in cui l'innovazione continui a governare lo sviluppo economico.

Gli eventuali interventi dovranno comunque tenere conto delle significative differenze fra l'Europa e gli Stati Uniti, sia con riferimento alla struttura azionaria (proprietà concentrata vs capitale diffuso) che alle dimensioni aziendali (decisamente maggiori quelle americane rispetto a quelle europee).

Con particolare riferimento al mercato italiano, va menzionata la decisione di Borsa Italiana di intervenire prontamente sul fronte dell'autoregolamentazione prevedendo alcune importanti variazioni al codice di autodisciplina delle società quotate (cosiddetto Codice Preda). Le principali modifiche sono finalizzate al miglioramento del sistema dei controlli, all'ampliamento del concetto di conflitto di interessi e all'introduzione di requisiti più stringenti per gli amministratori indipendenti.

## **ROBERTO ZEI**

*Sindaco Autogerma*

Vorrei richiamare l'attenzione su un aspetto che non è stato accennato in questa sede e che, in generale, non mi sembra trattato nel dibattito sulla *corporate governance*.

La situazione estrema di rischio, e cioè la possibilità del fallimento della impresa, è una eventualità connaturata alla attività imprenditoriale stessa. Non esiste impresa senza rischio, non esiste la possibilità di assicurare il rischio di impresa.

La storia ha dimostrato, d'altra parte, che l'eliminazione del rischio di impresa (economie di piano) o anche solo l'introduzione di meccanismi atti ad ammortizzarlo o evitarne le conseguenze sociali, è fortemente negativa per lo sviluppo dell'economia e produce fenomeni distorsivi.

Occorre quindi considerare realisticamente che il rischio di fallimento dell'impresa non è eliminabile da alcun tipo di accorgimento, quindi neppure dalla miglior *corporate governance*.

Qual è dunque l'effetto della qualità della *governance* nei confronti di situazioni acute di crisi?

Tutti i meccanismi di *corporate* sono intesi, da un lato, a sostenere l'«integrità» dell'azione di gestione e cioè ad evitare che la gestione venga indirizzata a scopi diversi da quelli della creazione durevole di valore per gli azionisti, dall'altro ad assicurare una comunicazione «trasparente e tempestiva».

Relativamente alla finalità «integrità» non dovrebbero sorgere problemi. Ovviamente, proprio la carenza di integrità può generare vulnerabilità maggiore.

Invece, l'estrema trasparenza e tempestività della comunicazione può condurre ad accelerare le reazioni, ed in questo modo innescare una spirale che aggrava la crisi e ne rende probabilmente più ardua, se non impossibile, la soluzione.

In molti casi si potrebbe dire, paradossalmente, che le situazioni di crisi momentanea possono essere meglio «gestite» in contesti di scarsa trasparenza.

La crisi momentanea viene più facilmente superata se la comunicazione non allarma il mercato, se la situazione non comunicata in modo troppo duro all'interno, non crea emorragia di collaboratori-chiave o demotivazione, se lo stesso fenomeno non si produce nei confronti di fornitori e clienti, ecc.

Relativamente a questo punto, e cioè al contenuto, ai destinatari, alla «simmetria» dell'informazione societaria, ritengo che si dovrebbe fare qualche maggiore considerazione.

Mi spiego meglio. Mi pare pacifico che, per quanto riguarda i contenuti, la trasparenza incontri, in generale, il limite costituito dal danno che la comunicazione può generare direttamente all'impresa. Esempi classici sono la comunicazione di informazioni troppo dettagliate sui propri piani ecc., che producono ovvie ripercussioni negative una volta che risultano disponibili anche alla concorrenza.

In relazione all'acutizzarsi di rischi, una riflessione puntuale si dovrebbe fare proprio sulle aree da comunicare.

Relativamente ai destinatari potrebbe valere una riflessione analoga.

Infatti, proprio nelle situazioni accennate, di crisi temporanee, potrebbe apparire in molti casi utile una selettività circa i destinatari, con privilegio di alcuni (gli enti regolatori del mercato? Il tribunale?) rispetto ad altri.

Un meccanismo di questo genere, che sospendesse in situazioni di crisi momentanea e su richiesta dell'impresa, la totale simmetria della comunicazione e stabilisse un flusso intenso e privilegiato di informazione nei confronti di soggetti determinati, come gli enti regolatori del mercato o sezioni specializzate dei tribunali o altro, potrebbe consentire di assicurare l'assoluta limpidezza dell'attività degli organi di gestione nella ricerca di soluzioni di crisi momentanee, limitando però la possibilità di reazioni intempestive e sicuramente negative da parte di altri soggetti, come *stakeholder*, mercato, ecc.

Mi sembra che sarebbe interessante approfondire questi temi, anche in considerazione del fatto che, alla intensa produzione di studi e strumenti normativi sulla *governance*, non si accompagna ancora alcuna iniziativa incisiva per quanto riguarda le procedure concorsuali che, come sappiamo, in Italia sono lente, tendenzialmente votate a distruggere valore e, come spesso è stato rilevato, eccessivamente punitive nei confronti dell'imprenditore sfortunato.

## **RAFFAELE NOBILI**

*Avvocato*

### **Amministratori Indipendenti**

Come è noto, il primo concreto riferimento all'amministratore indipendente, nel nostro sistema, è contenuto negli articoli 2 e 3 del Codice di autodisciplina delle Società quotate.

Si discute se la figura dell'amministratore indipendente debba trovare una sua disciplina nella legge. È mio parere che la scelta sarebbe inopportuna: la norma di legge sarebbe infatti, inevitabilmente, rigida, e – nell'esperienza italiana – troppo difficile da modificare, quando se ne presentasse l'esigenza. Meglio affidare la disciplina della materia alle Autorità di vigilanza, alla Borsa e all'autodisciplina statutaria.

Si discute ancora sull'opportunità di esigere l'inserimento di amministratori indipendenti anche nelle società non quotate. Non sembra però che vi siano ragioni sufficienti a giustificare, per il momento, una simile estensione: meglio andare per gradi, in attesa di vedere quali benefici le società quotate trarranno dalla presenza degli amministratori indipendenti.

L'art. 3 del Codice di autodisciplina indica le caratteristiche che l'amministratore indipendente deve avere. In realtà è però molto difficile stabilire, nei singoli casi concreti, se un amministratore sia

effettivamente indipendente. Trattandosi di società quotate, la Consob potrebbe richiedere alle società stesse di dichiarare (ad esempio, nella nota integrativa) l'esistenza di rapporti «rilevanti» fra la società e i suoi amministratori; analogo obbligo la Commissione avrebbe potere di imporre alle società a base azionaria diffusa. I lettori del bilancio sarebbero così in grado di formarsi una propria opinione sulla «indipendenza» degli amministratori.

Si è suggerito di favorire la nomina di amministratori indipendenti mediante l'introduzione del voto di lista: è evidente, infatti, che un amministratore nominato da azionisti non appartenenti al gruppo di controllo è «più indipendente» degli altri. Sembra però eccessivo imporre a tutte le società l'adozione del voto di lista: meglio lasciare la materia all'autonomia statutaria. Anche in questo caso sarebbe opportuno che la Consob richiedesse alle società di dare notizia – nei comunicati stampa da redigere a conclusione della riunione assembleare – da quale lista (di maggioranza e di minoranza, oppure lista unica) provengano gli amministratori eletti.

Al di là delle regole e dei meccanismi di nomina tuttavia, l'indipendenza dell'amministratore si fonda sulle sue qualità personali: indipendente è l'amministratore che, per la sua posizione professionale e per il prestigio di cui gode, è al riparo da indebite pressioni degli amministratori esecutivi e dei soci di controllo.

L'affidamento del mercato e dei terzi, insomma, dipende molto più dalla persona dell'amministratore che dalle regole.

Gli amministratori di questo livello, però, sono purtroppo pochi. Sarebbero sicuramente più numerosi, se le norme sulla responsabilità degli amministratori fossero applicate con maggiore saggezza.

Oggi, con l'interpretazione rigorosa delle norme sul «dovere di vigilanza» degli amministratori adottate dai tribunali, anche l'amministratore non esecutivo (che non partecipa direttamente alla gestione della società) viene considerato negligente per non aver impedito, o almeno evidenziato, le malefatte dei gestori (amministratori e non) della società stessa, e quindi diventa responsabile in solido con loro. In questo modo la sua diventa, nei fatti, una sorta di responsabilità oggettiva. Spiegabile, quindi, l'esitazione di molti candidati – in possesso di tutti i requisiti – ad accettare eventuali nomine.

Su questo punto non occorrono probabilmente norme di legge nuove: basterebbe che i tribunali tenessero in maggior conto la realtà delle varie situazioni, e la complessità dell'organizzazione di molte società, non pretendendo dagli amministratori non esecutivi una vigilanza «impossibile».

Altro ostacolo al reperimento di amministratori indipendenti è rappresentato dalla tradizionale ostilità ad ammettere che la società possa contrarre (pagandone i premi) polizze assicurative a copertura della responsabilità dei propri amministratori (non solo di quella verso la società stessa, per i danni che gli amministratori le arrecano, ma anche della responsabilità verso i terzi): si afferma infatti che l'amministratore «assicurato» sarebbe inevitabilmente meno diligente nell'esercizio dei suoi doveri. Fortunatamente questo ostacolo è in via di superamento. Si sta comprendendo, infatti, che la società ha un proprio validissimo interesse ad assicurare gli amministratori per la loro responsabilità civile. A prescindere dalla responsabilità dell'amministratore esecutivo (il quale, essendo coperto da assicurazione, sa di non correre il rischio che una certa operazione, da lui ritenuta conforme nell'interesse della società, in caso di esito infausto possa essergli, a posteriori, contestata come negligente), la copertura assicurativa mette gli amministratori non esecutivi al riparo anche da quella rischiosissima (e non rimediabile) responsabilità per omessa vigilanza di cui ho parlato.

Detto tutto questo, il ruolo dell'amministratore indipendente non deve essere sopravvalutato; e la recente esperienza americana lo conferma. Ma sicuramente l'inserimento di amministratori indipendenti nei consigli delle società quotate non può che giovare al rispetto dell'interesse della società e degli *stakeholders*.

#### **EMILIO BALOCCO**

*Responsabile Consulenza Generale SanPaolo IMI S.p.A.*

#### ***Il concetto di indipendenza per amministratori non esecutivi, sindaci e revisori***

##### SOMMARIO

1. Premessa: «Il concetto di indipendenza»
2. «Amministratori e indipendenza»
3. «Sindaci e indipendenza»
4. «Società di revisione e indipendenza»
5. Conclusioni

Alla luce di recenti interventi normativi ed in mancanza di un'organica trattazione in materia è interessante – nonché sti-

molante per un appassionato operatore del diritto che si cimenta in un primo sistematico intervento in materia – compiere alcune riflessioni aventi ad oggetto il concetto di indipendenza, partendo dal linguaggio comune, fino ad analizzare la categoria nei suoi profili giuridici, in particolare per gli amministratori, sindaci e società di revisione.

### **Premessa: «Il concetto di indipendenza»**

Nel linguaggio comune il termine «indipendenza» viene definito con riguardo agli atteggiamenti che ne sono poi la conseguenza. Essere indipendente vuol dire trovarsi in uno stato in cui non si è condizionati da nulla ed in cui non si dipende da alcuna determinata condizione. Si tratta di una formula, peraltro generica, che racchiude in sé due concetti ed una analisi storica e filosofica, circa l'utilizzo del termine, che lo confermerebbe.

Il termine «indipendente» contraddistingue l'individuo che non è condizionabile né vincolabile da alcuna autorità o comunque da soggezioni capaci di limitarne la libertà personale, ivi comprese quelle di natura finanziaria ed economica.

Un secondo aspetto, speculare in certa misura al precedente, contraddistinguendo una personalità totalmente aliena da costrizioni, imposizioni, giudizi e autorità altrui, concerne un individuo indipendente, in quanto libero nella scelta d'agire e pensare.

L'atteggiamento – inteso, come si diceva in apertura, quale conseguenza dell'essere indipendente – è tipico di taluni movimenti religiosi e filosofici. Circa il primo profilo la storia ricorda gli indipendentisti, costituiti da una setta di puritani che rivendicavano l'autonomia dall'autorità ecclesiastica e da ogni congregazione di cristiani. Al fedele di tale ordine basta la guida della Bibbia e della propria coscienza. Per il secondo profilo si rammenti, quale esempio di radicale indipendenza, il filosofo Diogene di Sinope che portò ad estreme conseguenze il cinismo di cui fu caposcuola Antistene, discepolo di Socrate. Secondo il primo la saggezza doveva condannare i piaceri e lottare contro le passioni, disprezzare la cultura e tutto ciò che era convenzione e sociale; «saggio è dunque chi sa bastare a se stesso rendendosi indipendente dalle vicende del mondo esteriore, sopprimendo i desideri e limitando gli estremi bisogni e le pene». Rovesciando i valori, allora correnti, tipici nella civiltà occidentale, Diogene è anche protagonista di un chiaro esempio di dichiarazione di indipendenza. Noto per la leggenda che lo rappresenta in una bot-

te, egli fu capace di rispondere ad Alessandro Magno, che con umiltà gli si presentò a fare visita: «Scostati, che mi toglie il Sole!».

Fuori metafora, il termine indipendente nel linguaggio comune delinea un carattere che tendenzialmente si disinteressa degli altri, anche nella sua espressione più sobria qual è quella della persona che, paga della propria condizione e della propria autonomia intellettuale, mantiene una libertà autonoma di pensiero, libertà che tuttavia può trascinare in comportamenti rigidi e assai poco relazionati verso gli altri.

Trasportando tali concetti dalla filosofia al diritto si nota che il termine «indipendente» non si trova con facilità nel nostro ordinamento. Una definizione di indipendenza tutt'al più si potrebbe rinvenire in talune norme del Testo Unico della Finanza (D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, per brevità semplicemente «TUF») riguardanti le società di revisione, ma si tratterebbe sempre di un semplice richiamo ad un concetto che non è definito in modo puntuale. Non vi è dubbio che nel linguaggio giuridico il termine costituisca una categoria suscettibile di riempimento, il cui contenuto può variare a seconda degli elementi ideologici e logici più disparati e che difficili sono pertanto le azioni da intraprendere per pervenire ad una corretta definizione ermeneutica della fattispecie. Volendo circoscrivere l'analisi alle sole società quotate, può notarsi che la genericità dei richiami, ivi compresi quelli contenuti nel Codice Preda, costituiscono un *genus* all'interno del quale la libertà statutaria, ammessa dalla dottrina prevalente, può far rinvenire delle fattispecie complementari ad altre categorie giuridiche – quali ad esempio le cause di ineleggibilità e decadenza – concorrenti, a nostro giudizio, anch'esse alla determinazione di un più corretto contenuto della definizione di indipendenza.

Il primo tentativo sistematico della materia – si tratta sempre di un nostro giudizio – non può non includere all'interno della più generica categoria «indipendenza» tutti i profili codificati per le categorie dei soggetti di cui in premessa alla presente nota.

Una ricostruzione sistematica, invero, non può non prescindere – a nostro giudizio – dalla constatazione che gli amministratori, come anche i sindaci, per essere indipendenti devono avere, oltre ai requisiti riguardanti le cause di ineleggibilità e decadenza (art. 2382 c.c.), anche gli altri requisiti che attengono alla correttezza amministrativa (artt. 2391, 1394 e 1395 c.c.) ed in positivo, tutto ciò che produce responsabilità verso la società e terzi. Diversa è la situazione per le società di revisione.

Ciò che preme evidenziare – senza peraltro avere la pretesa di essere esaustivi – è riscontrare che un’analisi completa e sistematica delle interrelazioni tra i comportamenti negativi e le cause di ineleggibilità e decadenza, come anche per le ipotesi di conflitto di interessi o *mala gestio*, non sia mai stata condotta dalla dottrina al fine di individuare degli elementi comuni, idonei a dar luogo ad una sintesi generalizzante ed univoca.

## **1. Amministratori e indipendenza**

In questa sede ci limitiamo – per ovvie ragioni di tempo e spazio, ma soprattutto, parafrasando Manzoni, «per non annoiare i nostri quattro lettori» – a trattare le norme concernenti le società quotate.

Perché un amministratore possa dirsi indipendente deve essere in possesso dei requisiti riguardanti le cause di decadenza, nonché rispettare gli oneri di comportamento imposti dalla normativa codicistica, ma deve anche possedere gli ulteriori requisiti richiesti ai fini delle incompatibilità previste dal TUF e rispondere alle situazioni pattiziamente previste dal Codice Preda.

Nel Codice Preda, ad esempio, non ci sono indicazioni numeriche precise, ma si raccomanda che nei Consigli di amministrazione delle società quotate ci sia un numero minimo di amministratori indipendenti – la cui indipendenza sia verificata periodicamente e collegialmente dal Consiglio di amministrazione – tale da poter consentire la costituzione di un comitato per il controllo interno composto da soli amministratori così definibili. Per essere amministratore indipendente, aggiunge sempre il Codice Preda, non si devono avere relazioni economiche con la società, con le sue controllate, con gli amministratori esecutivi o con gli azionisti di rilevanza tale da condizionarne l’autonomia di giudizio. Inoltre non si devono possedere quote della società tali da esercitare un’influenza notevole sulla stessa, né partecipare a patti parasociali. Infine non si deve essere in rapporti di parentela stretta con gli amministratori esecutivi o gli altri soggetti sopra indicati.

Partendo da ciò si può iniziare ad affermare che è molto più variegato il campo delle incapacità rispetto a quello delle cd. cause di incompatibilità. A differenza delle prime, queste derivano in gran parte da leggi speciali<sup>1</sup> che stabiliscono che chi abbia

<sup>1</sup> Tra le principali leggi speciali si segnalano a titolo esemplificativo: l’art. 1, 56°, 61°, 62° e 63° comma, l. 23 dicembre 1996 n. 662 e l’art. 1 58, 1° comma, d.lgs. 3 febbraio 1993 n. 29 (incompatibilità impiegati dello Stato); l’art. 3, 3°

assunto determinate cariche o funzioni non possa essere contemporaneamente amministratore di società, come è anche previsto che gli amministratori non possano assumere la qualità di soci illimitatamente responsabili in società concorrenti (art. 2390 c.c.).

Se ne ricava che sono pochissime le incompatibilità previste espressamente dall'ordinamento societario per gli amministratori, poiché nella maggior parte delle ipotesi, queste ultime traggono origine e disciplina in norme non codificate nell'ordinamento societario e la stessa difficoltà di collegamento, tra ordinamento societario e norme speciali, si ravvisa, come si noterà in prosieguo, per i sindaci.

Sull'onda lunga di quella dottrina che, per le cause di ineleggibilità e decadenza, nonché decadenza ed incompatibilità in genere, ammette che gli statuti possano essere integrati, è chiaro che il paradigma legislativo può essere congruamente aggiornato con situazioni di incompatibilità elaborate, nell'interesse della società, dai soci costituenti e da precedenti di normazione spontanea, nonché da norme di autogoverno già elaborate come è il caso nella dottrina anglosassone.

È l'accostamento al mondo anglosassone che, in materia societaria, ha reso il Codice Preda spiccatamente «rivoluzionario» nel piatto panorama della dottrina e della giurisprudenza italiana, avendo enfatizzato la dicotomia contenuta nell'art. 2381 c.c. (tra amministratori esecutivi ed amministratori non esecutivi, quali gli *executive director* e *non executive director* del mondo anglosassone).

Significativo è infatti il parallelismo tra i codici anglosassoni e quello domestico anzidetto.

Il «*Combined Code – Principles of Good Governance and Code of Best Practice*» (*the Combined Code*) istituito in UK per le società quotate prevede, a proposito di amministratori indipendenti, taluni criteri che potremmo definire comportamentali.

comma, r.d.l. 27 novembre 1933 n. 1578, convertito, con modificazioni, in l. 22 gennaio 1934 n. 36 (incompatibilità dell'esercizio della professione di avvocato con impieghi privati retribuiti, anche se consistenti nella prestazione di assistenza o consulenza legale in regime di subordinazione); art. 32, 33 r.d.leg. n. 511 del 1946 e 4 l. n. 195 del 1958 (composizione della sezione disciplinare del Csm); Regolamento disciplinante il trattamento giuridico ed economico del personale della Commissione nazionale per le società e la borsa (adottato dalla Consob con delibere n. 10848 del 23 luglio e n. 11018 del 12 novembre 1997 e modificato con delibera n. 13314 del 24 ottobre 2001).

Leggendo il *Code* vengono in evidenza alcune previsioni significative in punto di indipendenza. Il Consiglio, innanzitutto, dovrebbe prevedere un'amministrazione equilibrata di amministratori esecutivi e non esecutivi indipendenti, in modo tale che nessun singolo o piccolo gruppo possa controllarne le decisioni. Lo stesso, dovrebbe inoltre includere amministratori non esecutivi di levatura tale da consentire che la loro opinione abbia un peso rilevante nelle decisioni. La maggior parte degli amministratori non esecutivi dovrebbe essere indipendente, libero da qualsivoglia coinvolgimento in affari finanziari o altresì impegno che potrebbe materialmente interferire con l'esercizio di un giudizio effettivamente indipendente. Gli amministratori indipendenti dovrebbero essere individuati nella relazione annuale della società. Particolarmente curiosa appare, infine, la raccomandazione sui livelli di remunerazione che dovrebbero essere sufficienti per attrarre e trattenere gli amministratori che guidano le società con successo, ma le società dovrebbero evitare di pagare oltre quanto necessario a tale scopo.

Nel nostro ordinamento invece la nuova formulazione del Codice Preda<sup>2</sup> – già richiamata all'inizio del presente paragrafo nei suoi contenuti generali – dà una definizione, meno generica della precedente, con requisiti più stringenti e obblighi informativi più cogenti. L'articolo è il seguente: «un numero adeguato di amministratori non esecutivi sono indipendenti nel senso che<sup>3</sup>:

a) non intrattengono, *direttamente, indirettamente o per conto di terzi, né hanno di recente intrattenuto*, relazioni economiche con le società controllate, con gli amministratori esecutivi, con l'azionista o gruppo di azionisti che controllano la società, di rilevanza tale da condizionare l'autonomia di giudizio;

b) non sono titolari, *direttamente, indirettamente, o per conto di terzi*, di partecipazioni azionarie di entità tale da permettere loro di esercitare il controllo o *un'influenza notevole* sulla società, né partecipano a patti parasociali per il controllo della società stessa.»

c) *non sono stretti familiari di amministratori esecutivi della società o di soggetti che si trovino nelle situazioni indicate alle precedenti lettere a) e b)».*

<sup>2</sup> Il codice è stato modificato dal Comitato per la *corporate governance* nel luglio 2002

<sup>3</sup> Il corsivo mette in evidenza le modifiche apportate dalla nuova versione del Codice di autodisciplina.

La nota a margine della formulazione originaria affermava che l'amministratore deve essere consapevole dei diritti e doveri connessi alla propria carica ed operare sempre con indipendenza di giudizio. Tale aspetto è stato posto in rilievo dal Comitato per la *corporate governance* delle società quotate che, nel rivisitare il codice di autodisciplina nel suo complesso, ed in particolare nella parte relativa agli amministratori indipendenti, ha evidenziato che l'indipendenza di giudizio deve essere un atteggiamento richiesto da tutti gli amministratori, esecutivi e non esecutivi: l'amministratore consapevole dei doveri e dei diritti connessi alla propria carica deve dunque operare sempre con indipendenza di giudizio.

Nel Codice inglese la definizione è ancora più puntuale. Per quanto attiene agli aspetti domestici, non sembra superfluo richiamare la necessità di una maggiore puntualizzazione per disciplinare un ambiente diverso da quello anglosassone, contraddistinto quest'ultimo, con forti connotati etico-comportamentali, dalla sostanziale *bona fides*, che per noi, *ex adverso*, è un principio «formale» contenuto in una norma del codice civile che si applica non solo alla trattativa, ma anche all'esercizio *ex post* ed *inter alia* dei contratti, tra cui vi è anche il contratto sociale.

La specificità del tessuto ambientale domestico giustificerebbe la maggior precisione concettuale a vincolare, per quanto possibile, i comportamenti concreti.

Per i profili di maggior dettaglio tecnico – partendo dalla considerazione che il Codice di cui si parla non è vincolante, se non sulla base di una linea di fatto che riguarda la quotabilità o il mantenimento della quotazione della società – sembra potersi moderatamente concludere che le disposizioni in argomento non sono imperative né vincolanti, ma costituiscono un presupposto per adeguare convenientemente gli statuti delle società che propongono al mercato il capitale di rischio. È tuttavia auspicabile che tali principi vengano dal legislatore delegato, nella riforma del diritto societario, recepiti allo scopo di meglio vincolare soprattutto le società ad azionariato diffuso, così come in questo momento sta accadendo in USA, per effetto dei recenti scandali che hanno coinvolto grosse società in ragione della frattura che il sistema in corso di revisione aveva creato tra amministratori e proprietà. In USA la recente riforma (si tratta del Sarbanes-Oxley Act) ha previsto, tra le altro, l'invio alla Sec di tutta la documentazione finanziaria delle società con fatturato superiore agli 1,2 milioni di dollari, controfirmata dagli amministratori delegati e direttori finanziari, e ciò soprattutto perché ai primi era sta-

to confermato un potere assoluto di gestire le società, in pressoché totale indipendenza rispetto agli *shareholders*, generando delle situazioni che, unitamente a delle remunerazioni legate alla crescita del patrimonio, hanno prodotto degli arricchimenti fini a se stessi, incoerenti con il ruolo ricoperto e con le prospettazioni economico-patrimoniali delle società in argomento<sup>4</sup>.

Un passaggio delicato è infatti il distacco tra proprietà ed amministrazione che paradossalmente rende più facile il conflitto di interessi tra proprietà e gestione e rende concettualmente ondivago l'approfondimento dei rimedi.

Si colgono, per un profilo più ampio, i vincoli dell'autogoverno che hanno generato una nuova stagione di interventi particolarmente significativi delle Autorità di vigilanza. Non ci sembra che il fenomeno costituisca una crisi della autoregolamentazione, ma il fatto che si sia provveduto attraverso la legislazione ordinaria per impedire certi comportamenti, è indicativo di una certa tendenza.

Secondo i più, per curare l'indipendenza si deve avere il totale distacco tra proprietà e controllo, in effetti l'indipendenza dai soci di controllo ha come presupposto – e questo lo si nota soprattutto negli altri codici di *corporate governance* – proprio il non essere designati da chi esercita il controllo. Nel nostro ordinamento per essere indipendente non si deve avere il controllo, mentre negli USA i manager non devono avere interessi materiali nell'azienda e neppure esserne affiliati, e lo stesso vale per i soci con quote di partecipazioni superiori al 5%. In Italia, invece, i maggior azionisti possono essere indipendenti purché non abbiano il controllo sulla società.

Nel quadro delle modifiche apportate – fermi restando i modelli diversificati previsti dalla legge delega per la *corporate governance* – è importante, nella dicotomia *executive e non executive*, evidenziare che questi ultimi devono esistere, quali indipendenti, e nelle *public company* possibilmente in maggioranza, visto il criterio di collegialità che a sua volta include la speculare azione di responsabilità nell'ambito della delibera del Consiglio di amministrazione. In particolare cioè dovranno essere disciplinate nel modello tradizionale, con esclusione pertanto del modello re-

<sup>4</sup> È recente lo scandalo, precedente alla riforma, che ha coinvolto la Disney. La società, da sempre nel mirino per la sua gestione, ha ammesso che almeno tre componenti del suo Consiglio di amministrazione, classificati come indipendenti in realtà non lo sono, avendo figli che lavorano o hanno lavorato nell'azienda.

nano ed anglosassone, le caratteristiche dell'intervento degli amministratori non esecutivi ed indipendenti, attesa la loro funzione di controllo. Poiché se si ritiene l'intervento degli indipendenti necessario – oppure come direbbe la dogmatica civilistica, obbligatorio – si dovranno riequilibrare i quorum deliberativi. L'intervento degli indipendenti dovrà essere ugualmente concorrente alla formulazione dell'atto collegiale.

## **2. Sindaci ed indipendenza**

Anche per il Collegio sindacale seguiamo lo stesso ordine logico, tenendo conto in particolare delle norme concernenti le società quotate in Borsa.

L'indipendenza dei sindaci, intesa individualmente e nella sua collegialità – in ragione dei poteri che sono stati loro attribuiti, per il controllo di legittimità e di merito – riscontra una normativa più stringente per quel che concerne le cause di incompatibilità.

Queste sono infatti dirette a garantire quella situazione di indipendenza dagli amministratori che viene considerata come requisito minimo ed indispensabile ai fini di un corretto esercizio delle funzioni di controllo<sup>5</sup>. Vi è tuttavia anche chi ha, al riguardo, sostenuto che i criteri, pur incisivi e stringenti, ma formali, possono apparire non a torto dei «fragili ripari»<sup>6</sup>.

Lo stesso art. 2399 c.c. presenta dei limiti che suggeriscono più di una riserva sull'adeguatezza rispetto agli scopi perseguiti. Si pensi ad esempio ai legami tra sindaci e management o tra sindaci e direttori generali, ipotesi entrambe non previste. Vi è poi il rinvio alle norme in materia di revisori dei conti che sembrano cogliere appieno il significato di indipendenza. La normativa attuale si limita a stabilire in maniera dettagliata solo alcune ipotesi di incompatibilità, oltre le quali possono sussistere altre situazioni «pericolose». Si consideri che l'art. 148 del TUF contiene al comma 3 un tassativo elenco di cause di incompatibilità, situazioni che appaiono molto rigide (basti a titolo esemplificativo citare la lett. *b*) del comma 3 dell'art.

<sup>5</sup> È comune in dottrina la considerazione secondo cui la disciplina relativa all'indipendenza del sindaco di società quotate esprime l'intenzione legislativa di affinare la redazione tecnica dei precetti codicistici, rendendo al contempo più severi i requisiti di indipendenza dei sindaci.

<sup>6</sup> DI SABATO, Manuale delle società, Utet, Torino, 1992

148 TUF, in cui si prevede che non possono essere eletti sindaci il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società o delle società che sono da questa controllate o che la controllano). Tuttavia, oltre a tale elenco, sarebbe facile individuare altre ipotesi, tra cui ad esempio, i rapporti di amicizia e di famiglia di fatto. Ciò va ad evidenziare una macroscopica lacuna che deriva dalla mancata configurazione di un principio di ordine generale cui la normazione di dettaglio avrebbe potuto porre rimedio prevedendo un'elencazione esemplificativa e non tassativa, marcatamente sfavorevole rispetto alle situazioni non ricomprese nell'elenco di un legislatore «distratto».

Nonostante la natura imperativa della normazione citata non sembra potersi dubitare del fatto che – secondo parte della dottrina – si possa prevedere un regime più rigoroso inteso ad accentuare, secondo la *ratio* delle norme in esame, l'autonomia e la dignità del collegio sindacale. Occorre anche rilevare che la tesi prospettata potrebbe urtare contro il principio generale secondo il quale le norme che stabiliscono dei divieti sono da considerarsi norme di carattere eccezionale e quindi non estensibili per analogia oltre ai casi per i quali sono previste; ne potrebbe far discendere che gli statuti non abbiano questo margine di operatività.

Altri elementi innovativi derivanti dal recente decreto in materia di illeciti societari (trattasi del Dlgs. n. 61 del 11 aprile 2002, in attuazione all'art. 11 della legge delega di riordino dell'intera materia del diritto societario, la legge n. 366 del 2001) individuano una serie di comportamenti che costituiscono i precetti di base per l'individuazione di sanzioni<sup>7</sup>. Tali norme, per il profilo comportamentale e precettistico, possono concorrere, assieme alle norme relative alla decadenza ed all'incompatibilità, ad individuare aspetti di una categoria generale – sussumibile all'indipendenza – con la variante che, essendo i comportamenti elencati riferibili ai sindaci, non possono essere assimilati ad altre situazioni, stante la natura di reato proprio. Gli statuti, pertanto, non potranno più uniformarsi a tale principio, esclusa ogni creatività che appare permessa agli amministratori indipendenti.

<sup>7</sup> In base al Dlgs. n. 61 del 2002, i sindaci sono puniti per i reati di: omessa convocazione dell'assemblea (art. 2631 c.c.); infedeltà a seguito di dazione o promessa di utilità (art. 2635 c.c.); ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.).

### 3. Società di revisione e indipendenza

La revisione contabile è in questo momento sotto i riflettori della cronaca in conseguenza di ciò che è accaduto all'Arthur Andersen nordamericana. Da ciò è emerso in tutta evidenza che il presidio della revisione contabile in USA non è stato né efficace né adeguato.

Negli USA non è prevista alcuna norma che imponga la rotazione delle società di revisione incaricate di certificare i bilanci societari e di rilievo è anche, in questa prospettiva, il fatto che il sistema dei controlli sia autoregolamentato dalle associazioni di categoria<sup>8</sup>. Il controllo di qualità dei lavori di revisione si effettua attraverso il meccanismo della *paper review* ed è supervisionato da un organo ad hoc, il *Public Oversight Board*. Il meccanismo prevede che le società di revisione, come gli autoveicoli, si sottopongono a controlli periodici generalmente triennali, l'una con l'altra.

Da quando il sistema è stato istituito, sin dal lontano 1977, non si era mai ricevuto un giudizio negativo a seguito di *review* a carico di una società di revisione. Tuttavia, partendo dal presupposto che siffatto sistema di autoregolamentazione in materia di revisione contabile non abbia mai raggiunto i risultati sperati, in termini di trasparenza ed efficienza, la SEC, su delega del Presidente, ha presentato una proposta incentrata sulla costituzione di un organo di sorveglianza il *Public Accountability Board* (PAB). In aggiunta a tale proposta i commissari Sarbanes e Oxley hanno proposto il *Public Accounting Company*, previsto nel testo di riforma «Reform and Investor Protection Act of 2002» nel quale, *inter alia*, viene creato un organismo indipendente di vigilanza sulle società di revisione, il *Public Accounting Company Oversight Board* (PCAOB). È fatto divieto alle società di revisione di svolgere attività di consulenza per le società cui certificano i bilanci o per un'azienda in cui anche uno solo dei *top manager* abbia nell'anno precedente lavorato nella stessa società di revisione e partecipato alla realizzazione dell'analisi della stessa azienda; ogni servizio fornito dalla società di revisione deve essere prevalentemente approvato da un *Audit Committee* della società contraente che dovrà svolgere altresì un'attività di vigilanza e valutazione dell'operato della società di revisione.

<sup>8</sup> Si tratta dell'organo rappresentativo denominato AICPA (American Institute of certified Public Accounted)

La riforma<sup>9</sup> prevede, dunque, che sia affidata alla Sec la creazione di un nuovo board di controllo dei revisori dei conti, per la verifica dei bilanci giurati di tutte le aziende quotate nonché l'incoraggiamento alla denuncia penale – con il rischio di un massimo di venti anni di carcere – degli executive corrotti.

Con piacere si segnala, che le recenti modifiche nordamericane attuano taluni principi che nella realtà italiana, pur espressi in forma viziata da obsolescenza, sono operanti sin dal lontano 1976 (D.P.R. 31 marzo 1975, n. 136). Pur doverosamente constatando una certa inerzia di normazione, soprattutto di normazione secondaria, i principi che tutelano l'indipendenza dei revisori sembrano essere adeguati e potrebbero continuare ad esserlo, ferma restando l'esperienza statunitense a proposito della quale, e per inciso, si richiama la crisi di un sistema, qual è quello della autoregolamentazione, sin qui conclamato ed accettato come il migliore dei sistemi.

Il sistema domestico poggia su molteplici fattori, primo fra i quali è l'obbligo previsto per le società di revisione di avere un oggetto sociale fortemente limitato e stringente sul *core business*. Di qui la conseguenza che qualunque tipo di altra attività sarebbe minata da nullità radicale che darebbe spazio ad una responsabilità *ultra vires* dei soci e degli amministratori stessi. Stringente è pure il potere attribuito alla Consob di invigilare sulle società di revisione comprensivo anche di accertamento ispettivo (art. 162 TUF) e di potere sanzionatorio (art. 163 TUF). Occorre, non da ultimo, dimenticare che il Ministro di Giustizia ha competenza sulle cd. maestranze, e cioè sui revisori contabili iscritti nell'apposito registro sui quali vigila anche la Commissione centrale dei revisori contabili.

Al fine poi di ridurre i rischi di atteggiamenti compiacenti, che possono derivare da una lunga continuità di revisori nei confronti dei *manager* delle società certificate, il TUF prevede che l'incarico non possa essere rinnovato per più di due mandati (art. 159 TUF).

Ferma, infine, la disposizione dell'art. 160 del TUF, per la quale si è in attesa del Regolamento volto a stabilire i requisiti di

<sup>9</sup> Le nuove norme vincoleranno non soltanto le società quotate statunitensi ma anche quelle straniere, soprattutto europee, che sono quotate nei mercati USA. Sarà la Sec a decidere di quali eccezioni le società straniere potranno godere, poiché la normativa USA pone dei problemi di sovranità nazionale, esistendo ad esempio la Consob non è ancora stata chiarita la compatibilità con il *Public company Accounting Oversight Board*.

incompatibilità. Resta ancora in vigore – nonostante forti dubbi interpretativi, la disposizione contenuta nel comma 1 dell'art. 3 del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 136, in base alla quale si individuano le situazioni di incompatibilità ostative al conferimento dell'incarico di revisione. La stessa norma viene peraltro a costituire una disposizione programmatica che conforma i comportamenti dei soci, degli amministratori, dei sindaci e direttori generali delle società di revisione.

Parallelamente ai sindaci, richiamiamo le sanzioni penali a presidio dell'indipendenza che il nostro ordinamento prevede specificatamente per le falsità in cui la società di revisione sia incorso nelle proprie revisioni e comunicazioni<sup>10</sup>. Da evidenziarsi inoltre che secondo le disposizioni contenute nel Dlgs. 231 del 2001, in tema di responsabilità amministrativa degli enti, il falso posto in essere dalla società di revisione dà ora luogo a conseguenze da reato non solo a carico delle persone fisiche che hanno posto in essere la condotta, ma anche a carico delle società di revisione nel cui interesse il reato è stato commesso.

#### **4. Conclusioni**

Da un'analisi di insieme sembra potersi rilevare che in ordine al concetto di indipendenza non manchino certo regole sufficientemente incisive. Nè sono carenti le iniziative dirette a migliorarne le formulazioni per assicurarne il rafforzamento tanto a livello nazionale che internazionale<sup>11</sup>. Tuttavia le regole scritte non sono sufficienti se non associate ad un'adeguata professionalità, legata ad uno spirito costruttivo e responsabile. L'«alluvione normativa», anzi, genera situazioni paradossali caratterizzate da inefficienze, a volte peggiori della lacuna stessa. Non

<sup>10</sup> Come si ricordava per i sindaci è stata recentemente riformulata, ad opera del citato Dlgs.n. 61/2002 la disciplina degli illeciti societari, e per ciò che concerne le società di revisione si ricorda la previsione contenuta nella nuova formulazione dell'art. 2624 c.c. (Falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni della società di revisione) e nella nuova formulazione dell'art.2635 c.c. (Infedeltà a seguito di dazione o promessa di utilità)

<sup>11</sup> I principi di indipendenza e di qualificazione professionale ad esempio per i componenti del collegio sindacale sono regolamentati da anni in misura stringente ed a livello europeo è stata recentemente riaffermata l'importanza del requisito dell'indipendenza, sia in una Raccomandazione della Commissione Europea, sia dalla stessa professione contabile in ambito FEE (The Fédération des Experts Comptables Européens).

senza rilevare che imperativi troppo categorici e dettagliati possono produrre una paralisi operativa o, peggio, una diffusa elusione laddove vi siano delle carenze nella formazione etica di coloro che tali norme devono applicare nel quadro di una valutazione equilibrata degli interessi in gioco. Del resto la nostra non è solo la «patria di poeti e navigatori», ma anche del troppo poco ricordato Orazio che in una delle sue magistrali satire così afferma: «*est modus in rebus sunt certi denique fines quos ultra citraque nequit consistere rectum*».

### **ROBERTO PINZA**

Nella fase iniziale dei lavori avevo detto che, in questa tavola rotonda avrei soprattutto ascoltato, anche per recepire spunti da considerare proprio in veste di legislatore.

La quantità e la complementarietà dei diversi interventi non ha deluso le aspettative; anzi sono venuti contributi importanti e utilmente dialettici.

Senza voler rispondere ed acquisendo anzi tali contributi, aggiungo solo qualche notazione su alcuni temi.

Stiamo ragionando su aspetti critici, opportunità e rischi che si prospettano in relazione alla prossima riforma del diritto societario.

In questo contesto non possiamo dimenticare ciò che è stato fatto nel nostro Paese nel passato recente e darne una valutazione.

A mio avviso l'intervento più importante, costituito dalla Legge Draghi, nel complesso, ha funzionato bene.

Il quadro normativo da essa delineato necessita solo di ritocchi, suggeriti dalla esperienza concreta o anche semplicemente dalla evoluzione intervenuta nel mondo dell'economia e della finanza, ma apparirebbe del tutto inopportuna un'opera di revisione generale.

È altresì importante sottolineare l'ulteriore importante contributo dato alla *governance* dal Codice di autoregolamentazione, adottato da gran parte delle società quotate. Formalmente la scelta dell'autoregolamentazione è stata quindi accolta positivamente, tant'è che la Borsa ha creato il nuovo segmento STAR, che accoglie quelle società che si impegnano all'osservanza di regole più vincolanti, sia per la scrittura di *governance* che per la *disclosure*.

Sottolineo invece la necessità, impellente a mio avviso, di lavorare sulla realtà, oggi sfuggente, dei gruppi societari come

emerso anche in questo dibattito. La struttura di alcuni di questi favorisce l'insorgere di significativi conflitti di interessi.

L'intervento si fa inderogabile e particolarmente urgente, anche perchè la norma tipo fiscale sulla tassazione di gruppo, contenuta nella delega di riforma generale del sistema fiscale, rende ormai acquisito il concetto di gruppo alla sistematica giuridica.

La presenza di una disciplina fiscale senza una parallela definizione civilistica delle responsabilità e dei ruoli all'interno del gruppo, potrebbe creare interferenze, contraddizioni e disarmonie.

Un problema di particolare rilievo all'interno dei gruppi e che a mio avviso va affrontato, è quello dei cd. gruppi piramidali.

Il problema è molto delicato in quanto si tratta di ipotesi-limite nelle quali il rapporto fra potere di gestione e detenzione del capitale, come fonte di legittimazione dello stesso, è estremamente attenuato, con non lievi problemi per la consistenza delle imprese, per la loro dialettica interna e per l'affidamento dei terzi.

Le soluzioni profilabili sono molteplici, da una autoregolamentazione della Borsa a interventi normativi mediante parziale sterilizzazione dei diritti di voto ed altri ancora.

A mio avviso occorre assumere un orientamento a questo proposito senza ulteriori indugi.

Resta anche un tema non secondario, quello dell'opportunità di differenziare le responsabilità dei vari soggetti della *governance* essendo oggettivamente ingiusta e pregiudizievole la creazione di fatto di una responsabilità solidale fra amministratori e fra amministratori e sindaci.

In particolare, se si vuole enfatizzare il ruolo degli amministratori indipendenti è anche opportuno indicare quali responsabilità ad essi competono, non potendo anche sotto tale profilo, essere equiparati agli amministratori esecutivi.

Quanto al rapporto fra autonomie e norme inderogabili nella struttura societaria, ritengo che, sebbene sia ormai acquisito nel diritto societario il principio dell'autonomia statutaria e per le società quotate quello dell'autoregolamentazione del mercato, non si può prescindere da una regolamentazione giuridica vincolante e generalizzata.

D'altra parte anche lo stesso mercato dovrebbe apprezzare quei meccanismi di *enforcement* che possono meglio incidere sull'adozione delle *best practices*.

Un altro tema rilevante è quello delle sanzioni giuridiche, cadute negli ultimi tempi in disgrazia e considerate antimoderne ed integralmente sostituibili dalle cd. sanzioni di mercato.

A me pare che si tratti di argomento molto enfatizzato perchè il mercato è in grado di fare molto, ma non sempre e non tutto come anche le recenti esperienze nordamericane hanno evidenziato.

Il salto culturale richiesto per passare da una mentalità codicistica ad una di mercato è notevole e va aiutato, ma mi pare semplicistico ed errato pensare ad una abolizione integrale del sistema giuridico sanzionatorio.

Se ci si affiderà unicamente alle sanzioni di mercato, poichè le stesse finiranno per non funzionare a sufficienza ed in modo idoneo, il risultato sarà presumibilmente l'opposto di quello voluto e cioè vi sarà un ritorno ad un sistema sanzionatorio, magari anche sproporzionato come sempre avviene, per reazione ad una svalutazione eccessiva verificatasi in questi anni e come pare stia per avvenire nel diritto nordamericano.

Sotto questo aspetto appare, sicuramente non positiva e solo apparentemente moderna, gran parte della attuale disciplina del diritto penale societario che finisce per togliere un valore oggettivo e generalizzato al principio di verità dei bilanci e indebolire quel minimo di eticità e di regole esistenti nei rapporti economici.

Concludo sottolineando l'opportunità di un nuovo incontro nel momento in cui disporremo dei testi degli schemi degli emanandi decreti legislativi.

Non dubito peraltro che questo incontro abbia fornito utili elementi per la loro elaborazione così come per l'esame referente successivo.

#### **ANTONIO TAVERNA**

Con le parole dell'Onorevole Pinza chiuderei questo incontro che ha offerto molti spunti: mi auguro che essi possano essere utili alle riflessioni dei nostri due ospiti per il lavoro della Commissione Finanze. Devo ringraziare tutti voi per avere accolto il nostro invito e, considerata la soddisfazione che mi sembra di cogliere in tutti, vi anticipo che mi permetterò di contattarvi nei prossimi mesi per organizzare un altro incontro e magari dibattere la «riforma Vietti». Grazie.

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