

Relazione di governance e Stakeholder View

*Daniela M. Salvioni**, *Luisa Bosetti***

1. La Stakeholder View e le comunicazioni sulla governance

Le tematiche di *corporate governance* sono attualmente oggetto di un ampio dibattito, iniziato sul finire del secolo scorso e tuttora lontano dall'essere concluso, incentrato sulla ricerca dei requisiti ottimali di efficacia, di correttezza e di trasparenza.

Gli studi sull'attività di *governance* aziendale hanno in effetti radici lontane nel tempo¹, solo recentemente si è però imposta una rivisitazione dei principi di buon governo in ottica globale, secondo un approccio ampio e condiviso di uniformazione pur nel rispetto delle diversità nazionali. Tale approccio si basa su un concetto ampio di responsabilità e sull'affermazione, in chiave moderna, della correlazione tra potenzialità di successo duraturo e adeguata composizione di tutti gli interessi convergenti in impresa.

Nei paesi industrializzati è dunque in corso un processo di ricerca di modelli ottimali di *governance*, secondo logiche di attendibilità e di trasparenza senza confini. In particolare, l'attenzione di istituzioni, studiosi e aziende tende ad attribuire rilievo a: le scelte di governo, da cui promana la razionalizzazione delle relazioni tra risorse acquisite, attività sviluppate e risultati conseguiti; la capacità di formazione di relazioni positive con tutte le classi di *stakeholders* rilevanti, necessariamente connessa alle decisioni, alle azioni ed alle comunicazioni di *governance*².

La crescente importanza attribuita alla *governance* aziendale, il passaggio da una dominanza della *shareholder view* al primato della *stakeholder view* e la necessità di recupero di consensi sull'operato aziendale, hanno accentuato il ruolo della comunicazione istituzionale d'impresa; in particolare, si è andata sempre più delineando l'opportunità di adozione di messaggi e di flussi informativi periodici chiari e completi sulle strutture e sulle modalità di esercizio della *corporate governance*³.

* Professore Ordinario di Economia Aziendale, Università degli Studi di Brescia.

** Borsista post-dottorato in Economia Aziendale, Università degli Studi di Brescia.

I paragrafi 1 e 4 sono stati sviluppati dalla Professoressa Salvioni, mentre i paragrafi 2 e 3 dalla Dottoressa Bosetti.

L'istituzione di efficaci relazioni con gli interlocutori sociali è, in effetti, ampiamente influenzata dalla capacità di prefigurare risposte concrete, comprensibili, veritiere ed esaustive alle istanze conoscitivo-valutative espresse dagli *stakeholders*. In tal senso, l'evoluzione della *governance* e l'affermazione di un concetto integrato di responsabilità (amministrativa, economica, sociale e ambientale) hanno comportato l'ampliamento selettivo delle comunicazioni istituzionali. Alla tradizionale comunicazione economica di bilancio, in questi ultimi anni, si sono aggiunte numerose altre forme di rendicontazione improntate alla trasparenza dell'attività di governo, quali: il bilancio sociale, il bilancio ambientale, il bilancio di sostenibilità, la relazione di *corporate governance*, la relazione sulle remunerazioni degli organi di *governance* e dei vertici aziendali, il rendiconto integrato, ecc.

Inoltre, si sono andate ricercando modalità di veicolazione dei flussi informativi sempre più idonee ad agevolare l'accesso all'informazione e la tempestività di diffusione. Al riguardo, un valido aiuto proviene dallo sviluppo della tecnologia informatica e telematica, che consente l'abbattimento delle barriere di spazio e di tempo, accelerando i processi di simmetria informativa degli *stakeholders* e di uniformazione internazionale. In particolare, l'inserimento nel sito Internet aziendale di una specifica sezione dedicata alle *investor relations* (o alle *stakeholder relations*) garantisce la disponibilità di informazioni, aggiornabili secondo una frequenza ottimale e fruibili per qualsiasi interlocutore.

L'esigenza di trasparenza e di efficacia della comunicazione attinente la *governance* risulta comunque più evidente per le società quotate alle Borse Valori, il cui operare coinvolge vasti interessi economici e la cui correttezza contribuisce a legittimare i mercati borsistici nazionali nel mondo. In tal senso, nei diversi paesi le società di gestione delle Borse hanno assunto un ruolo propositivo per il miglioramento della comunicazione istituzionale.

In questi ultimi anni, l'attenzione si è focalizzata in particolare sulla relazione sulla *corporate governance*, documento che si affianca alle altre forme di comunicazione istituzionale per diffondere informazioni su: le strutture, le modalità di nomina, di remunerazione ed il ruolo degli organi di *governance*; le caratteristiche del sistema di controllo interno a supporto della *governance*; le operazioni con parti correlate ed i potenziali rapporti collusivi; il trattamento delle informazioni riservate, la simmetria conoscitiva e l'insider dealing; i rapporti con i soci.

La relazione sulla *corporate governance* tende, dunque, a rappresentare un documento essenziale per la sintetica informazione sulle strutture e sulle procedure di governo aziendale, la cui predisposizione e diffusione – volontaria, sebbene spesso raccomandata da specifiche istituzioni – segnala l'orientamento dei vertici aziendali alla trasparenza ed all'istituzione di efficaci rapporti con i propri interlocutori sociali.

Naturalmente, le raccomandazioni espresse da specifiche istituzioni preposte al corretto funzionamento del mercato borsistico non sempre trovano concreta e coerente attuazione nei comportamenti aziendali, così come lo stato di avanzamento delle proposte di orientamento comportamentale e della relativa attuazione si presentano profondamente differenziate nelle diverse nazioni industrializzate. Risulta pertanto di rilievo sviluppare un'analisi comparata, avente ad oggetto Italia, Francia, Gran Bretagna, Germania, Spagna, Stati Uniti e

Giappone, specificamente diretta a verificare: la situazione in termini di principi e raccomandazioni per la predisposizione della relazione sulla *corporate governance*; la qualità effettiva delle relazioni di *corporate governance* presentate da alcune aziende, operanti nel medesimo settore di attività nelle diverse realtà nazionali.

In particolare, l'analisi empirica considera otto aziende del settore dell'energia elettrica quotate alle Borse nei paesi oggetto dell'indagine. La scelta di concentrare l'attenzione su aziende operanti nel comparto delle *public utilities* si fonda sull'importanza che in tale ambito assume la comunicazione sulla *governance*, data l'esigenza di comporre equamente: da una parte, la tutela dell'interesse pubblico collegata alla natura dei servizi erogati ed al ruolo talora assunto dal proprietario pubblico; dall'altra parte, l'autonomia imprenditoriale e la capacità di creazione di valore nell'interesse di tutti gli *stakeholders*. Inoltre, si tratta di un settore che segnala evidenti tendenze alla globalizzazione ed è esso stesso partecipe del processo di sviluppo socio-economico globale.

2. Le raccomandazioni sulla comunicazione di *corporate governance*

Il generale interessamento per la comunicazione di *governance* da parte degli organismi di gestione dei mercati e di vigilanza sulle società, si è concretizzato in atteggiamenti alquanto differenziati. A livello mondiale si tende a definire specifiche regole per la comunicazione sulla *corporate governance*, in modo da facilitare i processi conoscitivi e valutativi sulle imprese, in specie se con titoli scambiati nel mercato. Tuttavia, il grado di penetrazione di tali regole nei sistemi informativi aziendali risulta assai diversificato, anche in funzione del livello di dettaglio che gli organismi hanno scelto di adottare nella predisposizione delle proprie raccomandazioni. Di conseguenza, oggi appare ancora piuttosto difficoltosa la comparazione tra la comunicazione di *governance* di imprese appartenenti a paesi diversi e si riscontrano sensibili difformità anche a livello nazionale.

Nel panorama internazionale, è possibile individuare tre principali approcci adottati dagli organismi che, con le proprie regolamentazioni, tendono ad influenzare la comunicazione di *governance* delle società quotate e, indirettamente, di tutte le aziende che intendono assumere comportamenti trasparenti. L'osservazione delle diverse realtà nazionali consente infatti di distinguere (Tabella 1):

- a. paesi che hanno predisposto raccomandazioni, sia di carattere formale-espositivo sia di tipo sostanziale, di orientamento per la predisposizione di relazioni sulla *corporate governance*;
- b. paesi che si limitano ad elencare le tematiche principali sulle quali le imprese dovrebbero informare gli *stakeholders*, mediante l'inserimento di notizie all'interno di documenti economico-finanziari (tipicamente, il documento annuale di bilancio);
- c. paesi in cui non si riscontrano specifiche raccomandazioni per una relazione indipendente sulla *corporate governance*, né è richiesto l'inserimento di determinate informazioni nel bilancio annuale.

Tra i paesi che hanno predisposto specifiche raccomandazioni – formali e sostanziali – per la stesura di una relazione sulla *governance* rientrano Italia e Spagna. In entrambi i paesi è prevista la pubblicazione annuale di un documento, autonomo ed elaborato secondo definiti schemi⁴, volto a divulgare tutte le informazioni rilevanti sulla *governance* aziendale.

Francia, Gran Bretagna e Stati Uniti riconoscono alle imprese maggiore autonomia nella presentazione delle informazioni sulla *corporate governance*: allo stato, le Borse e le Commissioni di vigilanza sui mercati stabiliscono soltanto gli elementi conoscitivi essenziali per completare la comunicazione di bilancio o le informazioni inserite in altri documenti obbligatori (*document de référence*, documento di bilancio e *proxy statement*⁵).

Da ultimo, in Germania e in Giappone l'interesse per la comunicazione sulla *governance* appare più limitato, non si riscontrano specifiche raccomandazioni per una relazione indipendente ed anche l'inserimento di informazioni nel bilancio annuale non prevede dettagliati elementi conoscitivi sul tema⁶.

Per quanto attiene alle modalità di funzionamento dell'organo amministrativo, tutti i paesi che hanno elaborato specifiche indicazioni contemplanò un'adeguata descrizione dei comitati interni⁷, con riferimento alla composizione, ai poteri e alle riunioni periodiche. Anche in questo caso, tuttavia, si riscontrano differenze nazionali: negli Stati Uniti viene esplicitamente privilegiata la comunicazione sul comitato per il controllo interno, mentre negli altri paesi questo è soltanto uno degli organi in relazione ai quali le imprese dovrebbero divulgare informazioni.

Si osservi, ancora, che nei paesi oggetto di studio è generalmente richiesto alle imprese di rendere nota la valutazione annuale dell'attività complessivamente svolta dal consiglio di amministrazione; in certi casi (Francia, Stati Uniti) la valutazione è altresì accompagnata dal giudizio di un organo di controllo.

Con riferimento ai sistemi di remunerazione dei vertici aziendali, la Spagna dimostra una maggiore sensibilità rispetto all'Italia, stabilendo che la relazione di *governance* debba contenere una presentazione delle modalità di assegnazione dei compensi, ma anche informazioni dettagliate sulla retribuzione globalmente attribuita alle diverse tipologie di amministratori. La pubblicazione delle informazioni in oggetto è espressamente richiesta anche per le società francesi, con l'ulteriore aggravio di precisare i compensi individuali, mentre nei paesi anglosassoni l'informativa sui sistemi di remunerazione non è esplicitata nelle indicazioni in tema di comunicazione sulla *corporate governance*.

Tabella 1: *Raccomandazioni sulla comunicazione di corporate governance: un confronto internazionale*

	Paesi e date di predisposizione delle raccomandazioni	Documento di riferimento
Con raccomandazioni formali e sostanziali per la predisposizione di un apposito documento	<p>ITALIA</p> <ul style="list-style-type: none"> • Borsa Italiana SpA, <i>Linee guida per la redazione della relazione annuale in materia di corporate governance</i>, marzo 2002 e febbraio 2003; • Assonime ed Emittenti Titoli SpA, <i>Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate governance</i>, febbraio 2004. <p>SPAGNA</p> <ul style="list-style-type: none"> • Rapporto Aldama, gennaio 2003; • Ministero dell'Economia, <i>Atto 26/2003</i>; • Comisión Nacional del Mercado de Valores, <i>Circolare 1/2004</i>. 	<p>ITALIA <i>Relazione sulla corporate governance.</i></p> <p>SPAGNA <i>Relazione sulla corporate governance.</i></p>
Con indicazione delle informazioni rilevanti da inserire nel documento di bilancio o in altri documenti obbligatori	<p>FRANCIA</p> <ul style="list-style-type: none"> • COB, <i>Le Document de référence. Guide d'information</i>, agosto 2002; • COB, <i>Bulletin Mensuel</i>, n. 377, marzo 2003. • <i>Loi de sécurité financière</i> (L. 2003-706, integrazione del Codice di Commercio), agosto 2003. <p>GRAN BRETAGNA</p> <ul style="list-style-type: none"> • Financial Reporting Council, <i>The Combined Code on Corporate Governance</i>, luglio 2003; • Financial Reporting Council, <i>Internal Control. Revised Guidance for Directors on the Combined Code</i>, ottobre 2005. <p>STATI UNITI</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Sarbanes-Oxley Act (Sections 404, 406, 407)</i>, luglio 2002; • <i>NYSE's Listed Company Manual (Section 303A)</i>, novembre 2004. 	<p>FRANCIA <i>Document de référence.</i></p> <p>GRAN BRETAGNA Documento di bilancio.</p> <p>STATI UNITI</p> <ul style="list-style-type: none"> • Documento di bilancio; • <i>Proxy statement.</i>
Senza specifiche raccomandazioni	<p>GERMANIA</p> <p>Il diritto societario (<i>KonTraG</i>) richiede solamente una dichiarazione annuale sulla conformità del sistema di <i>corporate governance</i> al modello previsto dal codice di autodisciplina nel 2002, ovvero la motivazione delle deroghe a cui l'impresa ha fatto ricorso.</p> <p>GIAPPONE</p> <p>Non esistono raccomandazioni sui contenuti della comunicazione di <i>governance</i>. Il codice di autodisciplina (aprile 2004) formula soltanto un generico invito alla trasparenza e alla completezza della comunicazione agli <i>stakeholders</i>.</p>	<p>GERMANIA Documento di bilancio.</p> <p>GIAPPONE Documento di bilancio.</p>

Nelle raccomandazioni a vario titolo elaborate in materia di *investor relation* è comunque possibile riscontrare alcune uniformità di comportamento e taluni elementi di differenziazione sulle comunicazioni attinenti la *governance*.

Nei paesi che hanno predisposto raccomandazioni sulla comunicazione di *corporate governance* è possibile identificare alcune problematiche di fondo, ritenute essenziali per garantire la trasparenza delle società quotate con riferimento a principi, strutture e processi di governo e di controllo. Le vicende nazionali possono tuttavia comportare un'enfasi differente sui vari elementi: in questo senso, è interessante citare il caso degli Stati Uniti, dove le indicazioni sulla comunicazione di *governance* sono orientate principalmente a garantire un'adeguata rappresentazione del sistema di controllo interno e a rassicurare in merito alla correttezza dell'informativa economico-finanziaria⁸.

La comunicazione sulla *corporate governance* dovrebbe chiarire, innanzi tutto, la composizione degli organi di governo e di controllo, le modalità di funzionamento degli stessi ed i sistemi di retribuzione dei vertici adottati.

In tema di strutture di governo: Italia e Spagna richiedono informazioni approfondite sull'organo amministrativo (consiglio di amministrazione, consiglio di gestione), stabilendo l'inserimento nelle relazioni di *governance* dei nominativi dei componenti, ma anche di informazioni sulla natura di amministratori non esecutivi ed indipendenti, sui ruoli, sulle deleghe, sulle riunioni, ecc.; un livello sufficientemente ampio di dettaglio è contemplato altresì nel sistema di indicazioni francesi, sebbene non sia prevista una relazione *ad hoc* ed i termini di riferimento siano più generici; meno esigenti risultano, invece, la Gran Bretagna e gli Stati Uniti, ad esempio: le società quotate inglesi sono invitate a rendere noti soltanto i nominativi dei principali amministratori (*chairman, CEO, lead independent director*⁹, ...) e a descrivere in quale modo gli amministratori non esecutivi acquisiscano consapevolezza sulle attese degli *stakeholders*; le società statunitensi devono, invece, prestare attenzione alla qualifica di consigliere indipendente e agevolare il dialogo tra il presidente, gli amministratori non esecutivi e gli *stakeholders*.

La trattazione delle problematiche relative al controllo interno e al *risk management* è ampiamente raccomandata in tutti i paesi considerati, che spesso contemplano altresì una dichiarazione sull'efficacia e sull'efficienza delle procedure attivate, affidata al comitato per il controllo interno o al consiglio di amministrazione. Inoltre, negli Stati Uniti le imprese quotate dovrebbero illustrare il proprio codice etico, strumento essenziale di controllo interno finalizzato all'orientamento delle condotte di amministratori e dirigenti e destinato in particolare a coloro che hanno la responsabilità sulla comunicazione finanziaria.

La corretta realizzazione della *governance* presuppone l'equo trattamento di tutte le attese confluenti nell'impresa. In questo senso, la comunicazione agli *stakeholders* deve dimostrare che nessun componente degli organi aziendali o azionista rilevante abbia beneficiato (direttamente o indirettamente) di trattamenti di favore nell'ambito di operazioni commerciali, finanziarie o patrimoniali che abbiano avuto come controparte l'impresa. Tuttavia, la presentazione delle operazioni con parti correlate è raccomandata soltanto in Italia, Spagna e Francia.

Anche il funzionamento dell'assemblea dovrebbe essere presentato in maniera esauriente, con l'illustrazione delle modalità adottate per favorire la

partecipazione a distanza degli azionisti (videoconferenza, voto telematico) e l'esercizio delle deleghe di voto. Anche sotto questo profilo, le raccomandazioni italiane e spagnole presentano un maggior livello di dettaglio.

Numerose altre informazioni – diversamente articolate in funzione delle caratteristiche specifiche che i modelli di *governance* assumono nei singoli paesi – possono rendere più efficace la comunicazione delle società quotate, pur non essendo tutte contemplate dagli organismi di gestione e vigilanza sui mercati. Così, ad esempio: in Italia, le raccomandazioni sulla relazione di *governance* prendono in considerazione anche il collegio sindacale¹⁰, oltre ad esigere la presentazione delle regole per il trattamento delle informazioni riservate; le imprese spagnole sono chiamate ad offrire un'approfondita descrizione della struttura proprietaria; le società francesi dovrebbero chiarire gli elementi di fondo che ispirano la propria politica di comunicazione nei confronti del mercato, con particolare attenzione per gli analisti finanziari e per la stampa; in Gran Bretagna è prevista un'attestazione degli amministratori e degli auditor in merito alle procedure per la predisposizione dei documenti contabili e per la loro verifica, inoltre l'indipendenza degli auditor deve essere rimarcata qualora essi forniscano alla società anche servizi diversi dalla revisione; infine, negli Stati Uniti si richiede una dichiarazione in merito all'adozione di un codice interno di autodisciplina, che ciascuna azienda deve predisporre in autonomia, pur rispettando la *best practice* universalmente riconosciuta.

Pare altresì opportuno evidenziare che il comportamento di Italia, Francia, Gran Bretagna, Germania e Spagna risulta influenzato anche dalle direttive dell'Unione Europea e, in tal senso, in futuro potrebbero riscontrarsi maggiori uniformità di comportamento. Inoltre, ulteriori modificazioni potrebbero derivare dai processi di cambiamento degli assetti proprietari e di fusione che si prospettano a livello di società di gestione dei mercati borsistici.

In particolare, l'Unione Europea ha elaborato una raccomandazione (dicembre 2004) che sollecita la diffusione di informazioni sui compensi ai componenti degli organi di amministrazione e sorveglianza. Con il provvedimento in oggetto, la Commissione Europea incarica gli Stati membri di definire le modalità più adeguate per la divulgazione delle informazioni sul livello delle remunerazioni e sulla loro composizione, derivante dalla combinazione di una parte fissa e di una variabile (collegata al raggiungimento di risultati aziendali o individuali ed eventualmente costituita dall'assegnazione di azioni e stock option). Rientra nell'autonomia di ciascuno Stato la scelta tra una nuova relazione focalizzata sui compensi e l'inserimento delle informazioni in un documento esistente, come la relazione di *governance* o il bilancio, nelle cui note già sono presenti alcuni elementi sul tema¹¹.

Quanto precedentemente indicato consente di evidenziare l'esistenza di difformi indicazioni nei diversi contesti nazionali, anche nell'ambito dell'Unione Europea e con riferimento a paesi che adottano modelli di *corporate governance* (“*outsider systems*” e “*insider systems*”) e con relazioni tra organi sociali (“*one-tier systems*” e “*two-tier systems*”) del tutto simili¹².

□ *La distinzione tra sistemi outsider e insider deriva dal riconoscimento che il controllo sulla gestione dell'azienda e sul raggiungimento di obiettivi soddisfacenti possa avvenire dall'esterno, per mezzo di mercati finanziari*

efficienti, oppure dall'interno, ad opera dei soggetti interessati a mantenere relazioni durevoli con l'impresa.

L'outsider system (o market-oriented system) ha validità in presenza di un elevato numero di grandi imprese quotate, a proprietà altamente frazionata e diffusa, in cui può verificarsi un conflitto di interessi tra gli azionisti e il management: le due categorie, infatti, tendono a non coincidere, perché gli investitori non sono interessati a partecipare direttamente al governo dell'azienda, essendo attratti invece dalla sua capacità di distribuire dividendi e/o di crescita di valore. L'efficacia del modello di governance in oggetto dipende dall'effettiva assunzione di comportamenti eticamente corretti sia da parte degli organi di governance che da parte degli investitori, nonché dalla possibilità che l'acquisto di azioni conferisca all'investitore la capacità di contendere il controllo a chi lo detiene in quel momento.

Gli insider systems sono invece essenzialmente riconducibili a: mercati finanziari poco sviluppati; proprietà concentrata e stabile; importanti legami (proprietari e finanziari) tra imprese e istituzioni bancarie. In queste realtà, l'effettuazione di un controllo dall'interno si rende essenziale, in primo luogo, a causa della vischiosità dei mercati finanziari, dove è scambiata solamente una parte marginale del capitale di rischio, insufficiente a consentire la sostituzione del management per mezzo di scalate esterne. Negli insider systems il controllo sull'attività dei manager è allora affidato ad un organo composto dai rappresentanti dei principali portatori di interessi, selezionati in base alla loro esposizione al rischio e alla criticità della risorsa conferita.

Le vicende storiche ed economiche dei paesi in cui si è affermato l'*insider system* hanno contribuito, tuttavia, a delinearne due modelli parzialmente divergenti. A fronte delle caratteristiche comuni sopra ricordate, si possono distinguere: un *insider system* di tipo renano, connotato da un forte grado di partecipazione al controllo da parte delle banche e dei dipendenti; un *insider system* di tipo latino, in cui è l'azionista di maggioranza a controllare il management, sul quale esercita una notevole influenza per mezzo del consiglio di amministrazione.

Per quanto attiene alla distribuzione dei poteri di amministrazione e di controllo tra gli organi aziendali, si possono distinguere sistemi ad uno o due livelli. In generale si può affermare che, per offrire maggiori certezze sull'equilibrato soddisfacimento delle attese dei vari interlocutori aziendali, le funzioni di gestione e di monitoraggio delle attività dovrebbero essere attribuite a soggetti diversi.

□ *Gli ordinamenti giuridici nazionali e i codici di best practice offrono risposte differenti alla separazione tra funzioni amministrative e di controllo. In effetti, è possibile distinguere tra:*

- 1. sistemi di governance in cui i poteri di amministrazione e di controllo sono conferiti a persone diverse ma appartenenti ad uno stesso organo eletto dall'assemblea, tanto da poter parlare di modello monistico o one-tier system;*

2. *sistemi di governance nei quali due organi distinti esercitano l'uno le prerogative di governo e l'altro quelle di controllo. Si viene così a determinare una struttura verticale a due livelli (two-tier system o modello dualistico). I due organi sono formalmente separati ma si trovano ad interagire nel momento in cui l'organo di vigilanza esercita il potere di supervisione – e talvolta di indirizzo – sull'attività dell'organo amministrativo.*

In relazione ai paesi oggetto del presente studio, si riscontrano profonde somiglianze tra il modello di *governance* statunitense e quello inglese: entrambi presentano i caratteri tipici degli *outsider systems*. Inoltre, le imprese degli Stati Uniti e della Gran Bretagna sono gestite e controllate da un unico organo, il consiglio di amministrazione o *board of directors*, di cui fa parte un numero consistente di amministratori non esecutivi e indipendenti preposti alle funzioni di orientamento, supervisione e controllo delle attività. Negli altri paesi europei considerati, nonché in Giappone, l'influenza di specifici portatori di interessi rispetto al ruolo esercitabile dal mercato per la formazione di gruppi di controllo stabili, ha determinato lo sviluppo di modelli di tipo *insider*.

La distribuzione dei poteri tra gli organi istituzionali risulta invece assai differenziata, talvolta anche all'interno dei confini nazionali.

□ *La Spagna è contraddistinta da un sistema monistico, dove i poteri sono attribuiti al consiglio di amministrazione (consejo de administración). Di questo fanno parte differenti tipologie di amministratori, tra cui sono ripartiti i compiti di gestione e di vigilanza: gli amministratori esecutivi, quelli esterni rappresentanti della proprietà e quelli esterni indipendenti.*

□ *In Francia, le imprese possono optare per il sistema monistico (decisamente il più diffuso) o per quello dualistico. Nelle società che adottano la struttura monistica, l'assemblea dei soci elegge il consiglio di amministrazione (conseil d'administration), con prerogative di governo e di controllo sulla gestione. L'organo è guidato dal président-directeur général (PDG), che esercita ampi poteri di gestione e di rappresentanza della società nei rapporti con gli stakeholders. Nella struttura dualistica, gli azionisti eleggono il consiglio di sorveglianza, responsabile di vigilare sulla gestione esecutiva. Questa è affidata al direttore generale unico e al suo direttorio (directoire). Indipendentemente dal modello prescelto, nelle società francesi esiste anche un organo preposto al controllo contabile, formato dai commissaires aux comptes: questi verificano la regolarità dell'informativa per gli azionisti e la validità del sistema di controllo interno vigilando altresì su alcune operazioni di gestione per limitare la discrezionalità dei manager.*

□ *In Germania vige il sistema dualistico, che prevede due organi distinti per la direzione e la sorveglianza sulla gestione: il consiglio di gestione (Vorstand) e il consiglio di sorveglianza (Aufsichtsrat). La composizione dei due organi è determinata dalla legge in modo tale da garantire un'effettiva rappresentanza dei principali interlocutori sociali. Infatti, il consiglio di sorveglianza è eletto da entrambe le categorie di portatori di interessi istituzionali: i conferenti capitale di rischio (principalmente banche e piccoli*

risparmiatori, che delegano a queste l'esercizio del diritto di voto) e i prestatori di lavoro. Il consiglio di sorveglianza si configura quindi come un organo autonomo, teso a realizzare una tutela diffusa di tutte le attese riposte nell'impresa, vista come una organizzazione sociale. Il consiglio di sorveglianza ha il potere di nominare e di revocare per giusta causa il consiglio di gestione, sul cui operato deve svolgere un controllo di legittimità e di merito.

□ *L'Italia è caratterizzata dalla compresenza di tre modelli di governance, alla luce della riforma del diritto societario (L. 6/2003): il modello tradizionale, quello monistico e quello dualistico. Il modello tradizionale – ad oggi ancora assolutamente dominante – prevede la ripartizione dei poteri di direzione e di controllo amministrativo tra il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale, nominati entrambi dall'assemblea degli azionisti. In questo senso si può parlare di modello dualistico orizzontale. Il modello monistico si basa sull'attribuzione di tutti i poteri al consiglio di amministrazione, all'interno del quale le funzioni di vigilanza sono svolte precipuamente dai consiglieri non esecutivi e indipendenti. Nel modello dualistico, l'assemblea nomina il consiglio di sorveglianza e quest'ultimo elegge il consiglio di gestione, con totale separazione dei componenti e delle funzioni. A differenza del caso tedesco, il modello dualistico italiano non prevede però la partecipazione dei lavoratori al consiglio di sorveglianza.*

□ *In Giappone le imprese sono libere di scegliere il proprio sistema di governo. Oltre al modello tradizionale, analogo a quello italiano, dal 2003 è possibile adottare il modello monistico basato sui comitati interni. Nel modello tradizionale, l'assemblea nomina: il consiglio di amministrazione, guidato dal presidente esecutivo (shacho); l'organo di vigilanza sulla gestione, paragonabile al collegio sindacale italiano, composto dai kansayaku. Nel modello monistico, i soci eleggono il consiglio di amministrazione dotato di tutti i poteri e che istituisce, al proprio interno, alcuni comitati consultivi e propositivi.*

Tutti i sistemi descritti prevedono anche un organo esterno per il controllo dell'informativa economico-finanziaria: nel caso delle imprese quotate, si tratta della società di revisione contabile.

Le raccomandazioni rappresentano un indubbio stimolo al miglioramento della comunicazione sulla *governance*. L'esistenza di indicazioni ben strutturate ed ampie induce le aziende, in specie se quotate, a predisporre e diffondere informazioni coerenti, almeno a livello formale, con quanto richiesto.

Nell'ambito delle indicazioni esistenti, l'efficacia della comunicazione sulla *corporate governance* tende comunque a dipendere dalla cultura che anima gli organi di *governance*, con precipuo riferimento ai valori di trasparenza. In tal senso, assume rilievo l'analisi dei comportamenti effettivamente adottati da aziende operanti nei diversi paesi considerati, specificamente diretta a verificare:

- l'utilità delle raccomandazioni in tema di comunicazione di *governance*;
- le scelte di comunicazione sulla *governance* realmente adottate.

3. Le comunicazioni sulla *corporate governance*

L'efficacia della comunicazione sulla *corporate governance* dipende dalle scelte operate dalle aziende nell'ambito delle norme e delle raccomandazioni vigenti negli specifici contesti operativi. Risulta pertanto utile lo sviluppo di un'analisi comparata su un gruppo omogeneo di aziende operanti nei diversi contesti nazionali considerati.

Come già evidenziato, lo studio è condotto su otto tra le principali società quotate appartenenti al settore energetico: due imprese quotate in Italia; una impresa in ciascuno dei seguenti stati: Spagna, Francia, Gran Bretagna, Germania, Stati Uniti e Giappone. Tutte le aziende, quindi, sono destinatarie di codici di autodisciplina ed invitate dalle rispettive Borse valori a mettere in pratica le *best practice* di governo societario.

La scelta del comparto energetico è giustificata, oltre che dai caratteri tipici delle *public utilities*, dalle dimensioni rilevanti delle imprese che vi fanno parte riconducibili a: un'operatività estesa sovente al di fuori dei confini nazionali; la raccolta di capitali anche nei mercati esteri. Ciò comporta il moltiplicarsi delle relazioni con gli *stakeholders* e la conseguente necessità di soddisfare crescenti attese informativo-valutative. In alcuni paesi, inoltre, le aziende del settore energetico sono state interessate da processi di privatizzazione e quotazione relativamente recenti, che hanno comportato importanti rivisitazioni dei sistemi di *governance*, del rapporto con l'ex proprietario pubblico, nonché delle modalità per la gestione del consenso esterno.

L'analisi della comunicazione sulla *corporate governance* è condotta con riferimento agli elementi individuati, nel precedente paragrafo, come comuni a tutti i codici di autodisciplina e riproposti, in forma variamente estesa, nelle raccomandazioni per la divulgazione delle informazioni di rilievo. Oltre a queste tematiche, la ricerca mira ad evidenziare anche la trattazione di quelle specificamente riconducibili ai singoli paesi.

I dettagli sulle imprese considerate e sui documenti consultati, riferiti all'esercizio in chiusura nel 2005 e prelevati dai siti web aziendali, sono rappresentati nella Tabella 2.

Tabella 2: *Le imprese analizzate ed i rispettivi documenti*

Società	Provenienza	Mercato	Documento analizzato (esercizio 2005)
Enel	Italia	Italia, USA	Relazione sulla <i>corporate governance</i>
Edison	Italia	Italia	Relazione sulla <i>corporate governance</i>
Iberdrola	Spagna	Spagna	Relazione sulla <i>corporate governance</i>
Électricité de France (EDF)	Francia	Francia	<i>Document de référence</i>
British Energy Group (BEG)	Gran Bretagna	Gran Bretagna	Documento di bilancio
Aquila	USA	USA	<i>Proxy statement</i> e documento di bilancio
RWE	Germania	Germania	Documento di bilancio
Chubu	Giappone	Giappone	Documento di bilancio

Tra le aziende selezionate si sottolinea il caso di Edison: la società, di origine italiana, è oggi di proprietà italo-francese¹³ e la sua *governance* è regolata tramite un patto parasociale stipulato tra i due soci rilevanti. L'accordo – sistematicamente richiamato e commentato nella relazione di *governance* – rispetta i requisiti fondamentali stabiliti dal codice di autodisciplina italiano.

Vengono di seguito commentati i principali risultati emersi dall'indagine.

a) La presentazione della *governance* societaria e l'adesione al codice di autodisciplina

Un'informazione sintetica ed immediata sul modello di *governance* adottato va a vantaggio degli interlocutori stranieri, a cui non sempre sono noti i sistemi tipici di altri paesi. Allo stesso modo, è importante precisare quale modello sia utilizzato a fronte della possibilità di scegliere tra i due o più previsti dal legislatore, come avviene in Italia, Francia e Giappone. Sotto questo profilo, le due imprese italiane e quella francese offrono notizie adeguate in apertura dei propri documenti (dichiarando l'adozione rispettivamente del modello tradizionale italiano e di quello monistico), mentre la società giapponese lascia solamente intendere il ricorso al modello tradizionale, di tipo dualistico orizzontale (Tabella 3). Tutte le altre imprese adottano il modello tipico del paese d'origine.

L'adesione al codice di autodisciplina e l'adeguamento alla normativa nazionale e/o di altri mercati dove sono quotati i titoli (come nel caso di Enel) è precisata da tutte le società ad eccezione di quella giapponese, che non richiama alcuna regolamentazione. In effetti, Chubu fornisce un'informativa molto scarsa sulla *corporate governance*, limitandosi ad elencare brevemente i punti chiave per il miglioramento degli assetti e delle procedure di governo in ottica di correttezza e trasparenza¹⁴.

Tabella 3: *Presentazione della governance e adesione al codice di autodisciplina*¹⁵

	Enel	Edison	Iberdrola	EDF	BEG	Aquila	RWE	Chubu
Dichiarazione del modello di <i>governance</i>	x	x		x				
Riferimenti a leggi e codici	x	x	x	x	x	x	x	
Dichiarazioni di conformità al codice di autodisciplina	x	x	x	x	x	x	x	

b) L'organo amministrativo

La comunicazione sul consiglio di amministrazione (o di gestione, nel caso della società tedesca RWE) risulta variamente strutturata nelle otto relazioni (Tabella 4).

Tabella 4: *Informazioni sulla composizione dell'organo amministrativo e sui consiglieri*

	Enel	Edison	Iberdrola	EDF	BEG	Aquila	RWE	Chubu
Nominativi	x	x	x	x	x	x	x	x
Curriculum vitae	x		x	x	x	x		
Scadenza o durata del mandato	x	x		x	x	x		
Numero massimo/minimo di componenti	x	x	x					x
Amministratori esecutivi e non esecutivi	x	x	x		x	x		
Amministratori indipendenti	x	x	x		x	x		
Ruoli e compiti dei componenti	x	x	x	x				
Altre cariche ricoperte	x	x	x	x	x	x	x	
	8	7	7	5	6	6	2	2

L'unica informazione offerta da tutte le aziende concerne la composizione dell'organo amministrativo; in proposito, Eléctricité de France e Enel forniscono dettagli aggiuntivi sulla nomina degli amministratori, precisando quali siano stati nominati dagli enti pubblici, trattandosi di società privatizzate nelle quali lo Stato detiene ancora partecipazioni rilevanti (oltre il 70% in Francia, oltre il 30% in Italia). Eléctricité de France ricorda anche il proprio obbligo di nominare uno o due amministratori provenienti da istituzioni politiche, anche locali, ed esperti nel settore energetico. Enel, invece, sottolinea il diritto dello Stato – finora mai esercitato – di nominare un ulteriore amministratore, senza diritto di voto, come previsto dalla legge sulle privatizzazioni e dallo statuto sociale.

Le informazioni personali sugli amministratori sono meno diffuse: tre società (Edison, RWE e Chubu) non ne inseriscono il curriculum nella relazione di *governance* o nella specifica sezione del bilancio¹⁶.

Rare sono le informazioni su: durata o scadenza del mandato (cinque società su otto); dimensione minima e massima del consiglio di amministrazione (quattro aziende, tra cui la società giapponese che ha individuato in venti componenti il numero ideale per favorire un dibattito significativo).

Per quanto concerne la qualifica dei singoli amministratori (non esecutivi, indipendenti), l’informativa è complessivamente migliorabile¹⁷. In particolare, colpisce la trascuratezza da parte di Eléctricité de France, che non fornisce precisazioni sull’indipendenza degli amministratori: la società dichiara di utilizzare criteri differenti rispetto al codice di autodisciplina, ma non li descrive. Per effetto del modello predefinito che costituisce la base per la comunicazione di *governance* in Spagna, Iberdrola è invece molto attenta a comunicare la distinzione tra amministratori esecutivi e non esecutivi (“esterni”), spiegando i motivi per cui questi ultimi sono ulteriormente classificabili in amministratori: “della proprietà”, indipendenti, altri.

Tutte le aziende ad eccezione di Chubu elencano con attenzione le cariche ricoperte dai consiglieri in altre società od organizzazioni: l’indicazione è peraltro richiesta dalla *best practice* per consentire una chiara rappresentazione dei legami che possono esistere tra differenti aziende.

La struttura dell’organo di amministrazione si correla alle informazioni sul suo funzionamento (Tabella 5).

Tabella 5: *Informazioni sul funzionamento dell’organo amministrativo*

	Enel	Edison	Iberdrola	EDF	BEG	Aquila	RWE	Chubu
Funzioni e poteri dell’organo	x	x	x	x				
Ruoli e compiti dei consiglieri	x	x	x	x				
Indicazione dei poteri non delegabili		x		x	x			
Precisazione del diritto di acquisire informazioni da organi delegati	x		x	x				
Numero e/o frequenza delle riunioni	x	x	x	x	x	x		
Tasso di partecipazione alle riunioni	x	x	x	x	x	x		
Astensione da particolari decisioni	x	x	x		x			
	6	6	6	6	4	2	0	0

I documenti analizzati presentano spesso lacune in tema di informazioni sui poteri dell’organo amministrativo e dei suoi componenti, con una chiara differenziazione tra Enel, Edison, Iberdrola e Eléctricité de France in specie per quanto concerne il presidente e il direttore generale (che talvolta coincidono). Al riguardo, va rimarcato che tre delle quattro società citate sono destinatarie di dettagliate raccomandazioni per la redazione di una apposita relazione di *governance*.

In merito alle riunioni, tutte le imprese soggette a specifiche raccomandazioni indicano il numero di incontri e la frequenza di partecipazione di ciascun amministratore. In particolare, pare opportuno rimarcare che le aziende italiane sono le più attente, poiché precisano anche la presenza del collegio sindacale e di

un magistrato della Corte dei Conti (nel caso di Enel), in coerenza con le *Linee guida* sulla relazione di *governance*.

Circa l'obbligo di astensione degli amministratori da determinate decisioni, come quelle su operazioni con parti correlate in cui essi hanno un interesse, o quelle relative al proprio compenso, pare opportuno segnalare la predisposizione di tali informazioni solo da parte di quattro società (le italiane e la spagnola, a cui si aggiunge la britannica).

In merito ai comitati interni con funzione propositiva e consultiva, la situazione risulta profondamente differenziata con riferimento alle tipologie di comitati. Tuttavia, si evidenzia la tendenza comune a tutte le aziende di comunicare soprattutto informazioni sulla struttura (composizione, numero di riunioni e presenze) e sui poteri¹⁸, ma più raramente sulle attività concretamente realizzate dai comitati: ciò vale tanto per i comitati raccomandati dalla *best practice* (esecutivo, nomine, remunerazioni, controllo interno), quanto per gli altri¹⁹. Le aziende italiane paiono comunque più attente di quelle straniere.

Il comitato per le proposte di nomina (Tabella 6) è istituito da tre società con sistema monistico (British Energy Group, Aquila, Iberdrola²⁰). Tra le aziende che non hanno comitato, Edison giustifica tale mancanza spiegando come la nomina del consiglio di amministrazione avvenga secondo la procedura stabilita dai due soci nel patto parasociale, illustrato in dettaglio²¹. Oltre a Edison, altre quattro aziende sollecitate da specifiche raccomandazioni descrivono la procedura di nomina degli amministratori.

Tabella 6: *Informazioni sulla procedura di nomina dell'organo amministrativo e sul relativo comitato*²²

	Enel	Edison	Iberdrola	EDF	BEG	Aquila	RWE	Chubu
Descrizione della procedura di nomina	x	x	x		x	x		
Esistenza del comitato per le nomine			x		x	x		
<i>Composizione</i>			x		x	x		
<i>Numero di riunioni</i>			x		x	x		
<i>Tasso di partecipazione</i>					x			
<i>Poteri</i>			x		x	x		
<i>Attività svolta</i>								
	1	1	5	0	6	5	0	0

Le società mostrano interesse per il comitato per le remunerazioni (Tabella 7): anche Eléctricité de France, che nel 2005 non l'aveva istituito, dichiara di renderlo operativo nel 2006 e ne fornisce già una descrizione. Solo Chubu non dà informazioni, ma ciò dipende anche dal fatto che i comitati non siano espressamente previsti nel sistema dualistico orizzontale giapponese.

Tabella 7: Informazioni sul comitato per le remunerazioni

	Enel	Edison	Iberdrola	EDF	BEG	Aquila	RWE	Chubu
Esistenza del comitato per le remunerazioni	x	x	x		x	x	x	
<i>Composizione</i>	x	x	x		x	x	x	
<i>Numero di riunioni</i>	x	x	x		x	x	x	
<i>Tasso di partecipazione</i>	x	x			x			
<i>Poteri</i>	x	x	x		x	x		
<i>Attività svolta</i>	x	x			x		x	
	6	6	4	0	6	4	4	0

Il comitato esecutivo è diffuso all'estero, dove può svolgere anche le funzioni tipiche di un comitato per le strategie e gli investimenti. Le società che ne dichiarano l'esistenza tendono a predisporre informazioni sulla composizione e sui poteri che gli sono conferiti (Tabella 8).

Tabella 8: Informazioni sul comitato esecutivo

	Enel	Edison	Iberdrola	EDF	BEG	Aquila	RWE	Chubu
Esistenza del comitato esecutivo			x	x	x	x	x	
<i>Composizione</i>			x	x	x	x	x	
<i>Numero di riunioni</i>			x			x	x	
<i>Tasso di partecipazione</i>								
<i>Poteri</i>			x	x		x	x	
<i>Attività svolta</i>							x	
	0	0	4	3	2	4	5	0

Da ultimo, si segnalano le informazioni divulgate da British Energy Group, Iberdrola e Enel in merito alla valutazione periodica delle attività svolte dal consiglio di amministrazione: secondo le raccomandazioni dei vari paesi, la valutazione di efficacia ed efficienza deve trovare spazio nella comunicazione di governance. Tra le tre società, è Iberdrola a fornire maggiori dettagli sui soggetti coinvolti e sulle procedure analizzate.

c) Gli organi di controllo e il sistema di controllo interno

I sistemi di *governance* si caratterizzano per il ruolo che il legislatore e gli organismi per la gestione e la vigilanza sul mercato attribuiscono agli organi di controllo. Ad evidenza, esistono differenti livelli di controllo che coinvolgono numerosi organi interni ed esterni all'impresa, la cui nomina può provenire dall'assemblea o dal consiglio di amministrazione.

Sul tema in oggetto, l'analisi della comunicazione di *governance* deve tenere conto delle peculiarità nazionali e delle scelte effettuate dalle imprese tra i modelli alternativi che sono loro consentiti.

In primo luogo, occorre distinguere tra i modelli dualistico verticale, dualistico orizzontale e monistico. Nel sistema dualistico verticale di RWE, il consiglio di sorveglianza nominato dall'assemblea riveste il ruolo centrale nella *governance*. Ciò risalta, in effetti, anche nella comunicazione istituzionale di RWE: l'azienda

apre la sezione del bilancio dedicata alla *corporate governance* presentando la composizione del consiglio di sorveglianza, le funzioni e le attività svolte. Inoltre, RWE ricorda che tale organo procede ad una valutazione periodica del proprio operato, in coerenza con quanto previsto dal codice di autodisciplina.

Nel sistema dualistico orizzontale, tipico di Italia e Giappone, l'assemblea elegge l'organo al quale sono attribuiti i compiti di controllo sull'amministrazione e sugli assetti organizzativi. Al riguardo, Enel e Edison offrono informazioni efficaci e complete sul collegio sindacale, per quanto attiene a: composizione; poteri; riunioni; procedura di nomina. In particolare, Enel precisa che due sindaci effettivi sono stati nominati su proposta ministeriale, mentre per Edison vige il patto parasociale²³. Chubu non fornisce, viceversa, alcuna informazione sul proprio organo di controllo.

Nel sistema monistico, utilizzato dalle altre cinque imprese, le funzioni di controllo sono una prerogativa del consiglio di amministrazione e, più precisamente, degli amministratori non esecutivi. Al riguardo, non si riscontra però alcun commento specifico nei documenti delle società analizzate, se non il richiamo alle riunioni riservate a tale tipologia di consiglieri. Eléctricité de France, inoltre, trascura l'informativa sull'organo interno di controllo contabile, composto dai *commissaires aux comptes*, limitandosi a mettere a disposizione degli *stakeholders* la relazione annuale con cui l'organo attesta la correttezza delle procedure di controllo interno attivate dalla società.

Nel complesso, la tematica del controllo interno è sufficientemente approfondita nella documentazione consultata, dove sono recuperabili anche informazioni sul *risk management* e sull'*internal auditing*. Probabilmente, ciò deriva in gran parte dalla rilevanza che tutti i codici di autodisciplina e le raccomandazioni sulla comunicazione di *governance* riconoscono alle problematiche di controllo interno e gestione dei rischi. In effetti, tali documenti pretendono una valutazione periodica di efficacia del sistema di controllo interno, condotta dall'organo amministrativo, assistito dal comitato di audit ed eventualmente da esperti esterni. Di tale valutazione danno notizia, però, soltanto quattro società (Eléctricité de France, British Energy Group, Aquila, RWE). Ancora, British Energy Group e Enel dichiarano di avere adeguato il proprio sistema di controllo interno alle previsioni del Sarbanes-Oxley Act.

Tutte le società (con esclusione di Chubu) riservano sufficiente attenzione al comitato per il controllo interno, indicando solitamente: la composizione²⁴; le modalità di funzionamento (riunioni e interazione con altri esperti in funzioni di controllo); i poteri e le funzioni, ma più raramente le attività effettivamente realizzate. Soltanto Edison e Eléctricité de France sottolineano che il comitato riferisce al consiglio di amministrazione sul proprio operato (Tabella 9).

Dal punto di vista del controllo interno, è interessante rilevare la trasparenza di Enel e Edison per quanto attiene al modello di organizzazione, gestione e controllo previsto dalla normativa italiana in tema di responsabilità amministrativa delle società (d.lgs. 231/2001). Infatti, le informazioni in materia non sono richieste dalle *Linee guida* e solo nel 2006 il modello citato è stato preso in considerazione anche dal codice di autodisciplina.

Infine, risulta piuttosto diffusa anche l'informativa sulla società di revisione, con riferimento alla quale le imprese specificano gli incarichi extra-audit conferiti e, nel caso di Edison, Iberdrola e Aquila, il valore dei compensi.

Tabella 9: Informazioni sul sistema di controllo interno (SCI) e sul comitato per il controllo interno

	Enel	Edison	Iberdrola	EDF	BEG	Aquila	RWE	Chubu
Valutazione del SCI				x	x	x	x	
Finalità del SCI	x	x	x	x				
Responsabilità sul SCI	x	x	x	x	x	x		
Presentazione dei principali rischi e ruolo del risk management			x	x	x	x	x	
Esistenza del comitato per il controllo interno	x	x	x	x	x	x	x	
<i>Composizione</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>		<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	
<i>Numero di riunioni</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	
<i>Tasso di partecipazione</i>	<i>x</i>	<i>x</i>		<i>x</i>	<i>x</i>			
<i>Poteri e funzioni</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	
<i>Attività svolta</i>	<i>x</i>	<i>x</i>		<i>x</i>		<i>x</i>	<i>x</i>	
<i>Soggetti a cui il comitato riferisce</i>		<i>x</i>		<i>x</i>				
	8	9	7	10	8	8	7	0

d) Le operazioni in cui si riscontrano interessi degli amministratori e dei dirigenti

La comunicazione sulla *corporate governance* dovrebbe evidenziare la correttezza comportamentale a fronte di operazioni che potrebbero comportare uno stato di conflittualità tra interessi personali degli amministratori e dei dirigenti ed interessi sociali (Tabella 10). Tra le operazioni in oggetto rientrano quelle con parti correlate e quelle effettuate su titoli della società, quando l'amministratore o il dirigente che le compie può trarne beneficio per sé o per altri, oppure quando dispone di informazioni riservate, non ancora divulgate al mercato.

Le società italiane e quella spagnola sono esplicitamente invitate a rendere conto delle operazioni con parti correlate. In effetti, nei loro documenti sulla *corporate governance* si riscontrano informazioni soddisfacenti sulla procedura adottata tale per cui, generalmente, l'amministratore in conflitto di interessi (anche solo potenziale) comunica la situazione al consiglio di amministrazione e si astiene dalle connesse deliberazioni. Per le altre società, l'atteggiamento più diffuso consiste nel trattare le informazioni su operazioni con parti correlate esclusivamente dal punto di vista contabile, con esposizione nelle note al bilancio; inoltre, RWE precisa esclusivamente che durante l'esercizio non hanno avuto luogo operazioni di tale natura.

Tabella 10: *Comunicazione su operazioni con parti correlate, trattamento delle informazioni riservate e internal dealing*

	Enel	Edison	Iberdrola	EDF	BEG	Aquila	RWE	Chubu
Operazioni con parti correlate								
Indicazione delle operazioni			x	x	x		x	
Definizione di parte correlata			x					
Procedura da seguire nelle deliberazioni	x	x	x					
Trattamento delle informazioni riservate								
Descrizione della procedura		x	x					
Destinatari della procedura e responsabilità				x				
Internal dealing								
Definizione (indicazione) di persone rilevanti	x	x						
Operazioni soggette a comunicazione	x	x					x	
Esistenza del codice di comportamento		x		x				
<i>Block periods</i> e soglie monetarie		x		x				
	3	6	4	4	1	0	2	0

Edison, Enel e Iberdrola, insieme a Eléctricité de France, risultano altresì le società più attente nella presentazione:

- delle procedure per il trattamento delle informazioni riservate;
- delle regole a cui gli amministratori, i dirigenti e le altre persone rilevanti devono attenersi quando effettuano operazioni sui titoli della società (*internal dealing*)²⁵.

e) I sistemi di remunerazione

La comunicazione relativa ai compensi degli amministratori e dei top manager contribuisce ad esplicitare la ripartizione delle risorse tra i vari portatori di interessi, nonché ad evidenziare rischi ed opportunità di coincidenza tra interessi di chi gestisce l'azienda e mantenimento dei presupposti di durevole soddisfazione degli interessi degli *stakeholders*. Inoltre, la descrizione delle componenti fisse e variabili della remunerazione può chiarire i meccanismi impiegati dall'impresa per motivare il management.

Dalla ricerca emerge una discreta attenzione alla comunicazione sui compensi (Tabella 11): soltanto i documenti di Chubu e Enel risultano del tutto carenti di informazioni. Al riguardo, si ricorda che le *Linee guida* italiane per la relazione di *governance* richiedono la complessiva descrizione dei sistemi di remunerazione ma non la specificazione dell'entità dei compensi²⁶; tuttavia, da un'azienda quotata anche negli Stati Uniti, quale è Enel, è lecito attendersi di più, anche in funzione delle raccomandazioni europee che dovrebbero diventare operative dal 2006.

Le informazioni sui compensi individuali sono divulgate da cinque società (fanno eccezione le due già citate e la spagnola) e presentano una buona articolazione, che permette di distinguere le componenti fisse e variabili, i benefit e, più raramente, i trattamenti pensionistici. In particolare, cinque delle sei società con un sistema di premi e partecipazione agli utili, indicano i criteri seguiti per l'attribuzione delle quote variabili della remunerazione²⁷, connesse al raggiungimento di risultati globali o individuali predefiniti.

L'attribuzione di azioni e, soprattutto, di stock option ad amministratori esecutivi ed alti dirigenti è una pratica diffusa, in relazione alla quale l'informativa è ancora migliorabile. In effetti, le società non illustrano con sufficiente chiarezza le condizioni per l'esercizio delle opzioni (tempi, prezzi, ecc.).

Tabella 11: Informazioni sul sistema di remunerazione

	Enel	Edison	Iberdrola	EDF	BEG	Aquila	RWE	Chubu
Compensi monetari								
Remunerazione totale di amministratori e dirigenti			x	x				
Remunerazione di singoli amministratori e dirigenti		x		x	x	x	x	
Premi e partecipazione agli utili		x	x	x	x	x	x	
Piani di stock grant e stock option								
Numero di azioni e opzioni detenute da amministratori e dirigenti		x	x	x	x	x	x	
Informazioni su azioni e opzioni attribuite, esercitate, non esercitate nell'esercizio		x				x		
Altri compensi								
Compensi provenienti da altre società del gruppo		x	x					
Piani di pensionamento e pensioni integrative					x	x		
	0	5	4	4	4	5	3	0

f) La struttura proprietaria, l'assemblea e le investor relations

La comunicazione di *governance* dovrebbe permettere ai destinatari di acquisire consapevolezza in merito alla struttura del capitale e alla presenza di azionisti rilevanti. Tuttavia, soltanto la Spagna dimostra specifico interesse per tale informazione di indubbia rilevanza conoscitiva per gli *stakeholders*: in proposito, la relazione di Iberdrola risulta infatti completa.

Le informazioni sul funzionamento dell'assemblea e sull'interazione tra l'impresa e gli azionisti per mezzo di un'apposita struttura di investor relations sono raccomandate, invece, dalle *Linee guida* italiane. Le società straniere, in effetti, non forniscono esaurienti notizie al riguardo, ma tendono a citare il proprio sito Internet quale strumento di contatto con gli investitori e gli altri *stakeholders* (Tabella 12).

Tabella 12: *Informazioni sul funzionamento dell'assemblea e sulle investor relations (IR)*

	Enel	Edison	Iberdrola	EDF	BEG	Aquila	RWE	Chubu
Descrizione delle procedure di voto	x		x	x		x	x	
Informazioni sui patti parasociali	x	x	x	x				
Finalità della funzione IR	x	x						
Attività svolte dalla funzione IR		x	x					
Rinvio al sito web come strumento di interazione tra impresa e <i>stakeholders</i>	x	x	x	x	x	x	x	
	4	4	4	3	1	2	2	0

Maggiore attenzione si riscontra per quanto attiene alle procedure di voto: soltanto Edison, British Energy Group e Chubu, non fanno cenni sul voto a distanza o per procura.

Infine, tre imprese dichiarano di non essere a conoscenza dell'esistenza di patti parasociali, mentre Edison ne fornisce numerosi estratti.

4. Emerging Issues

L'analisi svolta, sebbene incentrata su un numero limitato di paesi e di aziende, consente di enucleare alcune problematiche di rilievo sull'efficacia della comunicazione sulla *corporate governance* e sui relativi possibili sviluppi futuri.

Innanzitutto, l'osservazione delle norme, delle raccomandazioni e dei comportamenti assunti dalle aziende evidenzia come si sia tuttora lontani dall'affermazione di modelli di comunicazione sulla *corporate governance* con caratterizzazioni formali e sostanziali condivise a livello internazionale.

In particolare, il grado di attenzione dedicato alla diffusione di elementi conoscitivi sulle strutture e sui processi di governo appare disomogeneo e limitatamente riconducibile allo stadio di sviluppo economico di un sistema paese. In tal senso, è sintomatico come paesi quali il Giappone e la Germania abbiano finora dimostrato scarsissimo interesse per la definizione di elementi di indirizzo della comunicazione sulla *governance* aziendale. Inoltre, desta stupore il fatto che la relazione di *corporate governance* sia raccomandata solo in Italia ed in Spagna, con indicazioni non vincolanti e dirette esclusivamente alle società quotate.

D'altra parte, pare opportuno sottolineare che la consapevolezza del ruolo della *governance*, per la durevole realizzazione di rapporti fiduciosi e di costruttiva interazione tra l'azienda ed i propri *stakeholders*, rappresenta un fenomeno recente, che ha trovato non di rado fattori di accelerazione proprio nella manifestazione di casi di frode e/o di comportamenti dettati dal prevalere di interessi personali, o di specifici gruppi, rispetto a corretti principi di trasparenza e di equità sociale (Enron, WorldCom, Merck, Cirio, Parmalat, Vivendi, ecc.).

Il cambiamento nella comunicazione istituzionale è dunque tuttora in corso, e nei prossimi anni potrebbe dare luogo a successive modificazioni e affinamenti, diretti altresì a definire maggiori uniformità di comportamento a livello internazionale. Un'indicazione in tale direzione sembrerebbe pervenire anche dalla crescente globalizzazione dei mercati finanziari e dai processi di cambiamento degli assetti proprietari e di fusione ipotizzati a livello di società di gestione dei mercati borsistici operanti nei diversi contesti nazionali.

Una maggiore uniformità internazionale delle comunicazioni sulla *corporate governance* pare comunque auspicabile; allo stato, non sono ancora delineabili percorsi attuativi, sia per le limitate collaborazioni in materia a livello internazionale, sia per la possibilità di adozione di orientamenti differenti, ad esempio: si potrebbe optare per la creazione di un modello unico, indirizzato a regolamentare almeno le società con più ampio coinvolgimento di interessi economici; oppure, si potrebbe procedere alla predisposizione di modelli specifici per le diverse realtà nazionali, ma fondati su norme e su principi comuni di trasparenza e di tutela degli *stakeholders*.

In ogni caso, sarebbe utile una maggiore collaborazione internazionale, volta a riflettere nelle comunicazioni sulla *corporate governance* le attuali tendenze alla globalizzazione dei mercati e delle informazioni, garantendo ampie possibilità di confronto. Siffatta condizione assume pregnante rilievo per le imprese, quali quelle del settore energetico, il cui successo: si correla anche alla capacità di attivazione di una rete complessa di relazioni che vanno ben oltre i confini nazionali; risulta influenzato da fenomeni socio-economici di portata mondiale (ad esempio: le variazioni nel prezzo del petrolio, le disponibilità di fonti energetiche, gli eventi bellici e le sommosse in paesi fornitori di materie prime e di servizi, ecc.).

L'importanza di raccomandazioni sufficientemente precise e dettagliate risulta altresì confermata dall'indagine empirica. Infatti, l'osservazione delle informazioni sulla *governance* presentate dalle otto società considerate evidenzia che:

- l'esistenza di linee guida, modelli dettagliati o raccomandazioni precise, si correla ad una comunicazione sulla *corporate governance* più chiara e completa;
- al diminuire delle indicazioni di orientamento per la comunicazione sulla *governance*, diminuiscono anche la quantità e la qualità delle informazioni divulgate.

Inoltre, occorre rimarcare che sarebbe utile superare la focalizzazione delle raccomandazioni sulle società quotate, fondata su un ambito di applicazione riconducibile alle modalità di negoziazione del capitale di rischio, in favore di un orientamento più ampio definito sulla base di corretti principi economico-aziendali di rischio per gli *stakeholders*. In proposito basti pensare ai rischi ambientali e di fornitura insiti in processi di governo non ottimali, o connessi al prevalere di interessi particolari, attuati da imprese di *public utilities*.

Da ultimo, si segnala come l'effettiva efficacia delle comunicazioni sulla *governance* presupponga l'affermazione di una cultura d'impresa volta al costante miglioramento qualitativo dell'informativa, secondo percorsi incentrati su modelli di gestione del consenso improntati alla trasparenza ed alla completezza dei messaggi veicolati agli *stakeholders*. Specificamente, la

selezione degli elementi qualificanti di carattere contenutistico, valutativo e divulgativo richiede l'opportuna combinazione dei fattori vincolistici e discrezionali in un progetto di comunicazione proteso al soddisfacimento delle attese conoscitivo-valutative esterne.

L'analisi svolta riporta un diverso grado di dettaglio nei vari elementi qualificanti la comunicazione di *governance*, anche nell'ambito del medesimo sistema di raccomandazioni (ad esempio, nella relazione 2005, Enel – diversamente da Edison – non inserisce informazioni sul proprio sistema di remunerazione, nonostante l'utilizzo di un sistema complesso di compensi per i vertici aziendali). In tal senso, le imprese sono chiamate a superare gli atteggiamenti reticenti che paiono tuttora prevalere, spesso accompagnati da opacità sulle informazioni maggiormente critiche, in favore di comunicazioni di *governance* fondate sulla rappresentazione trasparente dei fenomeni rilevanti per l'apprezzamento dell'efficacia dell'azione di governo.

La trasparenza è, in effetti, allo stesso tempo un obbligo, una opportunità ed una premessa di efficacia delle imprese nelle relazioni con i propri *stakeholders*. Al riguardo, la capacità degli organi di *governance* di sviluppare processi comunicazionali in grado di combinare equamente i presupposti di trasparenza con le esigenze di rispetto della riservatezza, rappresenta sempre più un elemento critico per il successo d'impresa.

Note

¹ Si noti che in alcuni paesi il dibattito sulla *corporate governance* risale alla prima metà del ventesimo secolo, mentre in altri paesi – tra cui l'Italia – i principi stessi dell'economia aziendale trovano fondamento nell'enfaticizzazione delle logiche di governo. A titolo esemplificativo, è sufficiente citare lo studio di Berle e Means su *The modern corporation and private property* pubblicato negli Stati Uniti nel 1933 e la costituzione nel Regno Unito del Cohen Committee del 1945, per comprendere l'importanza del fenomeno che ne ha determinato percorsi di analisi non brevi. Gli atteggiamenti ed i comportamenti via via assunti dalle aziende a livello mondiale hanno, per contro, fatto esplodere solo a partire dagli anni novanta dello scorso secolo l'esigenza di ridefinizione di principi di governo tali da garantire orientamenti generalizzati di salvaguardia dell'efficacia aziendale.

Per quanto riguarda il nostro Paese, basti pensare che, già nel 1927, Zappa affermava che l'azienda è una "coordinazione economica in atto, costituita e retta per il soddisfacimento dei bisogni umani", Zappa G. 1927, *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*, Istituto Editoriale Scientifico, Milano, p. 30.

² "La trattazione delle relazioni tra azienda e *stakeholders* e delle connesse condizioni di efficacia non rappresenta un tema nuovo; per contro, relativamente recente è la rivisitazione dello stesso secondo un approccio d'indagine incentrato sulle esigenze di governo armonico, di assunzione di responsabilità sociale ed ambientale, sull'importanza della comunicazione, sull'intangibilità di taluni fattori di soddisfazione e sui collegamenti con i meccanismi di supporto per il coerente orientamento delle performance gestionali.

In particolare, la progressiva crescita dei sistemi aziendali, la globalizzazione dei mercati e l'osservazione di atteggiamenti non sempre improntati all'etica comportamentale, sono andati sempre più sottolineando l'esigenza di recupero di una visione complessiva, volta ad enfatizzare l'importanza delle relazioni tra l'azienda ed i suoi *stakeholders*, attribuendo rilievo ai collegamenti tra le attese, le decisioni e le azioni che congiuntamente definiscono l'evoluzione aziendale.", Salvioni D.M. 2004,

Efficacia aziendale, processi di governo e risorse immateriali, in Salvioni D.M. (ed.), *Corporate governance, controllo di gestione e risorse immateriali*, FrancoAngeli, Milano, pp. 12-13.

³ Si ricorda che la comunicazione di carattere istituzionale è finalizzata alla gestione del consenso rispetto alle modalità di esercizio della *governance* aziendale ed ai connessi risultati di carattere economico, sociale ed ambientale. Si tratta per lo più di comunicazioni riguardanti l'azienda nel suo complesso che, se opportunamente divulgate, si prestano a soddisfare le esigenze conoscitive di tutte le classi di *stakeholders*.

⁴ Con riferimento alla Spagna, è interessante osservare il passaggio dalle indicazioni generali formulate nel codice di autodisciplina (Rapporto Aldama, 2003) e concernenti esclusivamente il contenuto della relazione sulla *corporate governance*, al modello dettagliato introdotto dalla Comisión Nacional del Mercado de Valores l'anno seguente. Il modello in oggetto si compone di un insieme di tabelle da compilare e di quesiti a cui le società sono obbligate a fornire risposta: ciò dovrebbe garantire la completezza delle informazioni, poiché l'eventuale mancanza sarebbe individuata senza difficoltà anche da un lettore inesperto.

Pure in Italia la regolamentazione della comunicazione di *governance* si è progressivamente intensificata dal 2002 al 2004: dapprima, Borsa Italiana SpA ha rafforzato le raccomandazioni inizialmente formulate; successivamente, Assonime ed Emittenti Titoli SpA sono intervenuti per arricchirle, provando altresì a rendere le relazioni delle società quotate più facilmente confrontabili, per mezzo di predefinite tabelle di sintesi.

⁵ Il *document de référence*, redatto dalle società francesi, è il fascicolo contenente tutte le informazioni economiche, contabili e giuridiche atte a fornire un'esauriente presentazione della società quotata, con periodicità annuale.

Il *proxy statement* è il documento – da inviare anche alla SEC (Securities Exchange Commission) – mediante il quale gli azionisti delle società statunitensi sono informati sulla convocazione dell'assemblea annuale ed invitati a prendervi parte. In generale, il *proxy statement* sembra tuttavia utilizzato per divulgare soprattutto informazioni sulla struttura degli organi, trascurando l'attività che questi hanno effettivamente realizzato durante l'esercizio.

⁶ In Germania, alle società quotate è richiesta una dichiarazione (a sé stante) di conformità al modello di *governance* delineato in sede autodisciplinare. Il fascicolo di bilancio o il sito Internet aziendale ospitano le poche informazioni sul sistema adottato. In Giappone, il codice di autodisciplina si limita a enunciare i principi di trasparenza e completezza della disclosure, ma non entra nel merito della comunicazione di *governance*. Alle società non è richiesta nemmeno una dichiarazione in materia.

⁷ Generalmente, i comitati sono preposti a: dare attuazione alle delibere del consiglio di amministrazione (comitato esecutivo); formulare proposte di nomina e valutare la sussistenza dei requisiti di indipendenza e onorabilità (comitato per le nomine); definire il sistema di remunerazione più efficace e proporre i compensi (comitato per le remunerazioni); assistere il consiglio di amministrazione nella progettazione del sistema di controllo interno e nello svolgimento delle relative procedure (comitato per il controllo interno). Altre funzioni propositive e consultive possono essere assegnate a questi stessi organi oppure ad altri comitati appositamente istituiti, ad esempio per vigilare sulla corretta attuazione della *corporate governance* o per studiare, realizzare e verificare le strategie aziendali.

⁸ Si ricorda, infatti, che negli Stati Uniti l'interesse per la *corporate governance* si è ridestato soprattutto dopo il caso Enron.

⁹ È opportuno precisare che la nomina del *lead independent director*, ovvero un amministratore indipendente incaricato di coordinare l'attività dei suoi pari e di promuovere un efficace dialogo con gli amministratori esecutivi, è raccomandata dai codici di autodisciplina, soprattutto quando il presidente del consiglio di amministrazione (*chairman*) sia un amministratore delegato.

¹⁰ Le informazioni sull'organo di controllo riguardano il consiglio di sorveglianza nelle imprese che adottano il modello dualistico, recentemente introdotto nell'ordinamento nazionale.

¹¹ Ad evidenza, la scelta dipende dalla rilevanza che si intende attribuire alla materia dei compensi degli amministratori e degli alti dirigenti, visto che la struttura delle remunerazioni è spesso considerata in grado di favorire l'allineamento degli interessi di questi soggetti con le finalità di generazione del valore perseguite dagli azionisti. La modalità espositiva delle informazioni dovrebbe però tenere conto anche delle evidenti integrazioni con gli elementi già comunicati dalle imprese nella relazione di *governance* o nel bilancio, affinché si possa istituire un sistema completo e coordinato composto da tutte le comunicazioni in oggetto.

¹² Per approfondimenti si rinvia a: Fiori G., Tiscini R. (ed.) 2005, *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano, pp. 100-126; Melis A. 1999, *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, Torino; Charkham J.P. 1994, *Keeping good company. A study of corporate governance in five countries*, Oxford University Press, Oxford.

¹³ Si segnala che la parte francese fa capo a *Eléctricité de France* (tramite la società WGRM, controllata al 100%), anch'essa oggetto della ricerca.

¹⁴ Gli interventi previsti da Chubu concernono: la composizione del consiglio di amministrazione; l'istituzione di un comitato consultivo che affianchi il presidente; le procedure di nomina; la separazione di poteri tra amministratori e manager; la mobilità interna dei dirigenti più giovani, con finalità premianti.

¹⁵ Nelle tabelle, la x indica la presenza dell'informazione ricercata. Inoltre, i paesi sono ordinati a seconda dell'esistenza e della tipologia di raccomandazioni sulla comunicazione di *governance*: dapprima, Italia e Spagna; successivamente, Francia, Gran Bretagna e Stati Uniti; infine, Germania e Giappone.

¹⁶ Solo *Eléctricité de France*, inoltre, dà risalto all'assenza di condanne per frode o bancarotta a carico degli amministratori.

¹⁷ Ad evidenza, è accettabile solo la mancanza delle informazioni su fenomeni impliciti nel modello di *governance* adottato. Ad esempio, la tedesca RWE non sottolinea che i componenti del consiglio di gestione sono amministratori esecutivi, poiché non potrebbe essere diversamente.

¹⁸ Su precisa richiesta delle rispettive Borse, British Energy Group e Aquila segnalano la disponibilità dei regolamenti dei comitati all'interno dei propri siti Internet.

¹⁹ Alcune aziende segnalano la composizione e le funzioni dei seguenti comitati: etico; per la sicurezza, la salute e l'ambiente; per l'energia nucleare; per la comunicazione finanziaria.

²⁰ Iberdrola ha un solo comitato che si occupa sia delle proposte di nomina, sia delle remunerazioni.

²¹ In base al patto parasociale, il consiglio di amministrazione di Edison si compone di 12 membri. Il socio italiano Meldi e quello francese *Eléctricité de France* (tramite WGRM) nominano, in sostanza, 6 amministratori (tra cui uno indipendente) ciascuno; inoltre, Meldi nomina il presidente e *Eléctricité de France* nomina l'amministratore delegato. Le stesse proporzioni valgono per i comitati interni.

²² Il carattere corsivo, utilizzato nelle tabelle relative ai comitati, si riferisce alle informazioni che è possibile rilevare soltanto per le imprese che dichiarano l'esistenza di tali organi interni.

²³ I soci Delmi e *Eléctricité de France* (per mezzo di WGRM) nominano ciascuno un sindaco effettivo e uno supplente; dalla lista di minoranza sono tratti il terzo sindaco effettivo e il terzo supplente. I due soci di maggioranza si accordano per la scelta del presidente, tra i sindaci effettivi da essi nominati.

²⁴ Nel modello tedesco, il comitato per il controllo interno è istituito all'interno del consiglio di sorveglianza.

²⁵ Tra i vincoli in oggetto si ricordano, a titolo esemplificativo:

a) i *block periods*, cioè i momenti in cui non possono avere luogo operazioni che configurano *internal dealing*; tali periodi coincidono, solitamente, con i giorni immediatamente precedenti alla comunicazione dei risultati trimestrali;

b) le soglie monetarie, ossia gli importi che fanno scattare gli obblighi di comunicazione alla società e al mercato.

In entrambi i casi, le regole sono fissate dalle Borsa Valori, ma alle imprese è consentito di inasprirle per garantire una maggiore tutela ai propri *stakeholders*.

²⁶ Si ricorda che anche la *Guida* di Assonime ed Emittenti Titoli si accontenta di un rinvio alla nota integrativa per altre informazioni di dettaglio, qualora l'azienda lo ritenga utile.

²⁷ La tendenza più comune consiste nel non attribuire remunerazioni variabili agli amministratori non esecutivi ed indipendenti, per evitare che siano incentivati ad intervenire nella gestione. Eléctricité de France ricorda, inoltre, che agli amministratori nominati dallo Stato e dai dipendenti non spetta alcun compenso variabile.